



Hoe laag kan de rente gaan?

De rente is van groot belang voor financiële instellingen, zoals banken, pensioenfondsen en verzekeraars. Lang werd gedacht dat een negatieve rente niet mogelijk was, maar na decennia van rentedalingen is dit nu wel de werkelijkheid en mogelijk zelfs het nieuwe normaal. Dit roept de vraag op; is er dan wel een minimum niveau van de rente en zo ja, welk niveau is dat dan?

Voor de modellering van de rente is het vaak nodig om een evenwichtsrente te veronderstellen. Het toepassen van een evenwichtsniveau zorgt voor een (impliciete) begrenzing van de mogelijke renteniveaus en voorkomt daarmee dat de rente naar (veronderstelde) onrealistische niveaus toegroeit. In dit artikel kijk ik niet naar dit evenwichtsniveau, maar naar eventuele begrenzing van de minimale rente, omdat juist het minimale niveau voor risicobeheersing van belang is. Ik doe dit door de minimaal mogelijke rente vanuit verschillende perspectieven te bekijken.

KLUIS MET EEN BEVEILIGER

Het eerste wat vaak gezegd wordt is dat beleggers, als de rente sterk negatief is, op een gegeven moment hun geld fysiek gaan opslaan. Door bankbiljetten in een kluis te stoppen hoeft geen rente betaald te worden. Uiteraard moet wel voor beveiliging betaald worden, dus een negatieve rente is nog steeds mogelijk, echter volgens deze theorie niet onbeperkt. Hoewel dit voor kleine beleggers (particulieren) een optie kan zijn, lijkt het niet reëel voor institutionele beleggers. Naast het concentratierisico dat dit oplevert voor de beleggers is er ook simpelweg niet voldoende fysieke kas in omloop om dit te kunnen¹. Bovendien zal dit waarschijnlijk niet op grote schaal toegestaan worden door toezichthouders, onder andere om systematische risico's te beperken. Zodoende zal dit niet direct een begrenzing stellen op de minimum marktbrede rente.

Tegelijkertijd is het wel een reële optie voor particulieren om het geld fysiek te stallen. Zodoende biedt dit voor banken wel degelijk een begrenzing voor de minimale rente op hun rekeningen voor particulieren. Om de winstmarges voor banken intact te laten – essentieel om andere systematische risico's te voorkomen – kan daarom de reguliere rente niet oneindig dalen. Hoewel het lastig is dit precies te kwantificeren lijkt een korte rente lager dan –1,0% onwaarschijnlijk.

VRAAG NAAR STAATSOBLIGATIES / RENTESWAPS

Ondanks dat institutionele beleggers er vanwege onder andere onderpandverplichtingen vaak niet aan ontkomen om gedeeltelijk in kas te beleggen, ook als de korte rente negatief is, zou je je af kunnen vragen waarom ze nog in langeretermijninstrumenten zouden beleggen – zoals staatsobligaties en renteswaps – als de rente negatief is. Niet alleen wordt de negatieve rente dan voor langere tijd vastgezet, ze dragen ook nog eens negatief bij als de rente stijgt, richting het evenwichtsniveau bijvoorbeeld.

OOK CONVEXITEIT KAN BIJDAGEN AAN EEN POSITIEF VERWACHT RENDEMENT

Als eerste hoeft een negatieve rente niet te betekenen dat het verwacht rendement ook negatief is. Bij een – normaal gesproken – oplopende rentetermijnstructuur geldt dat door het verstrijken van tijd de discontovoet voor kasstromen lager wordt omdat de kasstromen dichterbij komen en dus tegen een lagere rente worden verdisconteerd. Dit is de zogenaamde 'rolldown' component, die bij een voldoende oplopende rentetermijnstructuur op de korte termijn een negatieve rente ('carry') kan compenseren. Ook convexiteit – het asymmetrische effect van rentedalingen en rentestijgingen – kan bijdragen aan een positief verwacht rendement ondanks een negatieve rente, zolang een stijging en daling even waarschijnlijk zijn.

Zelfs als het verwacht rendement negatief is geldt dat deze instrumenten nog interessant kunnen zijn. Doordat in crisisperiodes een aandelendaling vaak gepaard gaat met een rentedaling (vooral van staatsobligaties) zorgen deze instrumenten voor diversificatie van de portefeuille². Bovendien daalt het verwacht rendement van de meeste alternatieven gelijk met de rente – zoals te zien valt in de opgelopen waardering van veel zakelijke waarden³ – zodat het verwacht

overrendement op aandelen niet sterk verandert. Ten slotte is een bepaalde renteafdekking in sommige gevallen vanuit regelgeving verplicht en worden staatsobligaties vaak opgenomen in de portefeuille als onderpand voor derivatenposities, zoals voor de valuta-afdekking en renteafdekking. Kortom, de vraag naar langeretermijnrente-instrumenten, zoals staatsobligaties en renteswaps, blijft bestaan bij een negatieve rente, zodat ook dit niet rechtstreeks een limiet stelt op de minimale rente.

MINIMALE RENTE IN ANDERE LANDEN

Een blik naar de historie van andere landen geeft ons mogelijk meer inzicht in welke minimale renteniveaus mogelijk zijn. Tabel 1 toont de laagste renteniveaus die zijn geobserveerd in zes verschillende landen. Hierbij valt vooral Zwitserland op, die de laagste renteniveaus heeft gezien. De laagste renteniveaus in Zwitserland liggen 0,3% – 0,5%-punt lager dan we tot nog toe in Nederland hebben gezien. Deels komt dit omdat Zwitserland als belangrijke vluchthaven fungeert door de stabiele economie en neutrale status van het land, waardoor er in tijden van crisis nog meer geld stroomt naar Zwitserse obligaties. Tegelijkertijd geeft het ook inzicht in wat er in Nederland mogelijk is. Korte rentes van –1,0% en lange renteniveaus van –0,6% zijn daarmee zeker niet onmogelijk.

Tabel 1. Laagste geobserveerde rentes

Minimale rente	Nederland	Duitsland	Zwitserland	VK	VS	Japan
1-jrs swaprente	-0,54%	-0,54%	-1,02%	-0,02%	0,14%	-0,20%
10-jrs staatsrente	-0,65%	-0,86%	-1,12%	0,08%	0,51%	-0,29%
30-jrs swaprente	-0,24%	-0,24%	-0,55%	0,38%	0,65%	-0,07%

Laagste rente op basis van slot van de dag, januari 2000 t/m augustus 2021.
Bron: Bloomberg

INFLATIEVERWACHTINGEN

De rente die ik in dit artikel bespreek bestaat uit twee delen, de reële rente en de verwachte inflatie. Als de verwachte inflatie daalt, zal dit daarom ook resulteren in een lagere nominale rente. Dit zien we bijvoorbeeld terug in de lage renteniveaus van Japan in tabel 1, die sterk werden gedreven door een lage verwachte inflatie. Als de verwachte inflatie – zoals eerder in Japan – richting het nulpunt gaat dan kan de nominale rente als gevolg daarvan nog fors dalen. In een perfecte storm, met de reële rentes van Europa en de verwachte inflatie van Japan zou de nominale rente zo nog 1,5%-punt kunnen dalen. Aangezien Japan qua demografie het voorland is van Europa (Teulings, 2016) is dit een reëel risico.

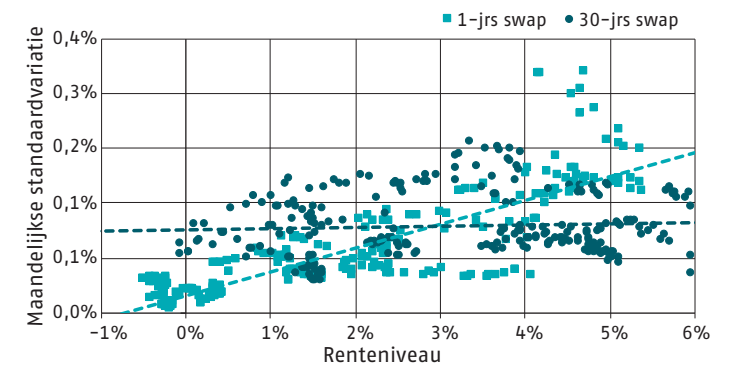
OP BASIS VAN HISTORISCHE DATA LIJKT EEN SIGNIFICANTE DALING VAN DE LANGE RENTE NIET ONMOGELIJK

JAARLIJKSE VARIATIE IN DE RENTE

Los van een natuurlijke ondergrens die misschien wel of niet bestaat, kunnen we ook kijken naar de jaarlijkse variatie in de rente. Dit geeft een andere blik op wat er mogelijk is op kortere termijn. Hierbij is het wel van belang dat de variatie in rente afhankelijk is van het renteniveau (heteroskedasticiteit), zodat de historische variatie mogelijk geen goed beeld geeft bij de huidige renteniveaus. In figuur 1 is de variatie in de rente afgezet tegenover het renteniveau. Hierbij is goed te zien dat voor de 1-jaars swaprente (donkerblauw) de gemiddelde

variatie hoger is als de rente hoger is. Voor de 30-jaars swaprente (lichtblauw) daarentegen is de variatie vrijwel niet afhankelijk van het renteniveau. Zoals te zien valt uit de regressie uitkomst (stippellijn in figuur 1) is de gemiddelde maandelijkse standaard afwijking van de korte (1-jrs) swaprente bij het huidige renteniveau (ca. –0,5%) met 0,01% zeer laag. Oftewel, op basis van deze resultaten is er maar een kleine kans (5%) dat de korte rente binnen een jaar met 0,08% of meer zal dalen⁴. De 30-jaars rente is bij de huidige renteniveaus een stuk volatieler en heeft een kans van 5% om met 0,88% of meer te dalen. Kortom, op basis van historische data lijkt een significante daling van de lange rente niet onmogelijk. Mocht de ECB besluiten om de beleidsrente verder te verlagen dan is het de vraag of de historische data van de volatiliteit van vooral de korte rente nog relevant is.

Figuur 1. Variatie in rente



1-jrs en 30-jrs swaprente tegenover 12-maands rolling standaard deviatie. Stippellijn geeft gemiddeld verband weer op basis van lineaire regressie. Periode 01/2000 – 07/2021.
Bron: Bloomberg

CONCLUSIE

In dit artikel heb ik vanuit verschillende perspectieven gekeken naar de laagst mogelijke rente. Uit de analyses komt naar voren dat een rente van –1% zeker niet onmogelijk lijkt. Deze rentestand heeft zich al voorgedaan in Zwitserland en past ook binnen de normale kansverdeling op basis van historische volatiliteit. Een nog grotere daling valt echter niet uit te sluiten, vooral niet in het kader van Black Swans. Een sterke daling van de verwachte inflatie zou hier bijvoorbeeld aanleiding voor kunnen zijn. ■

Referenties

European Central Bank (2021). Banknotes and coins circulation. Opgezocht op 7 september 2021.
https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/banknote_s+coins/circulation/html/index.en.html

Shiller, R.J. (2021). Online Data Robert Shiller. Opgezocht op 7 september 2021. <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>

Teulings, C. (2016). Coen Teulings over rentetarieven en de pil. Me Judice

- 1 – Per juni 2021 ca. €1,5 biljoen euro in omloop (European Central Bank, 2021)
- 2 – Tussen januari 2000 en juni 2021 was er een negatieve samenhang van –21,5% tussen de MSCI World Index (in Euro) en de ICE BofA AAA Euro Government Index.
- 3 – De Cyclically Adjusted Price Earnings (CAPE) Ratio is per juli 2021 opgelopen naar 38,0; vergeleken met een lange termijn (1881 – 2021) gemiddelde van 17,2 (Shiller, 2021).
- 4 – Op basis van een normaal verdeling, rekening houdend met eerste orde autocorrelatie in de rente.

