

September 2003

## Rentescenario's

### - De prijs van geld tot 2010 -

- *Wat zijn de economische ontwikkelingen en rentebewegingen tot 2010?*
- *Consolidatie:  
Laagconjunctuur, deflatie en dalende rente*
- *Volatiliteit:  
Sterke beweeglijkheid van reële economie, inflatie en rente*
- *Dynamiek:  
Herstructurering in Europa en impuls door uitbreiding EU  
Gezonde groei en geleidelijk oplopende rente*

# Inhoudsopgave

---

<b>Oog voor de toekomst</b>	<b>3</b>
<b>Inleiding</b>	<b>4</b>
<b>Samenvatting scenario's</b>	<b>5</b>
<b>Rentebepalende factoren</b>	<b>7</b>
<b>Consolidatiescenario</b>	<b>13</b>
<b>Volatiliteitsscenario</b>	<b>16</b>
<b>Dynamiekscenario</b>	<b>19</b>
<b>Waarschijnlijkheid scenario's</b>	<b>22</b>
<b>Totstandkoming scenario's</b>	<b>26</b>

De Stafgroep Economisch Onderzoek (SEO) staat ook op Internet.  
Het adres is [www.rabobankgroep.nl/kennisbank](http://www.rabobankgroep.nl/kennisbank)

# Oog voor de toekomst

---

'Oog voor de toekomst'. Zo heet het scenarioplanningstraject dat vorig jaar is opgestart binnen de Rabobank Groep. In het kader daarvan ontvangt u deze publicatie met drie middellange termijn scenario's voor de rente.

De rente wordt wel eens de financiële olie van de economie genoemd. Een visie daarop is dan ook van wezenlijk belang voor iedere financiële instelling en voor haar klanten.

Het voorspellen van de rente is evenwel zo goed als onmogelijk. Niettemin kan het bewustzijn over de drijvende factoren achter de rente helpen bij het schetsen van het toekomstige verloop daarvan. Door deze te combineren in een aantal relevante, plausibele en ook verrassende scenario's ontstaat vervolgens een duidelijk beeld van de risico's en onzekerheden omtrent de rente-ontwikkeling in de toekomst.

De rente-ontwikkeling heeft belangrijke consequenties voor de bank, bijvoorbeeld voor de rentemarge tussen 'kort' en 'lang' geld. Nagedacht wordt over eventueel te nemen beleidsmaatregelen. Maar voor klanten geldt dit evenzeer. Voor bedrijven is de te betalen rente een belangrijke kostenpost en is deze ook vaak een indicator voor de algehele economische situatie en verwachtingen. Voor particulieren heeft de rente invloed op de financieringslast van de hypotheek en indirect ook op de waarde van de eigen woning.

Zoals gezegd: we kunnen onze klanten niet de toekomst voorspellen. Wel kunnen we via scenario's een aantal mogelijke rentepad en de daaraan gekoppelde risico's schetsen. Het is vervolgens aan ieder voor zich om daarover na te denken en om daar al of niet acties aan te verbinden. Nu of op enig gewenst moment in de toekomst.

Ik wens eenieder daarbij veel succes en een mooie toekomst toe.

Drs. H. Heemskerk  
Voorzitter raad van bestuur  
Rabobank Nederland

# Inleiding

## Strategievorming in tijden van onzekerheid

*In de steeds complexere buitenwereld neemt de voorspelbaarheid en maakbaarheid van de toekomst af en onzekerheid toe.*

Iedere financiële dienstverlener heeft behoefte aan een duidelijk beeld van de ontwikkelingen van de rente. Daarbij gaat het om beter te kunnen anticiperen en in te kunnen spelen op deze ontwikkelingen dan de concurrentie, maar ook om beter inzicht te krijgen in de kansen en bedreigingen die op de eigen onderneming afkomen in de toekomst. Dit is met name van belang in een steeds complexere buitenwereld, waar voorspelbaarheid en maakbaarheid van de toekomst afnemen en turbulentie en onzekerheid toenemen. In een dergelijke dynamische omgeving bieden traditionele planningsinstrumenten onvoldoende inzicht in benodigde ontwikkelingen van een organisatie op middellange termijn. Om toch een solide rentestrategie en rentebeleid te kunnen ontwikkelen, en daarnaast strategische beslissingen te kunnen toetsen, is het cruciaal om naast trends en bepalende factoren ook de onzekerheden in kaart te brengen. Centraal staan hierin die zaken, die onbekend en onvoorspelbaar zijn, maar waarover een organisatie wel dient na te denken, om voorbereid te zijn op de toekomst.

### Scenarioplanning

Scenarioplanning is een instrument dat hiertoe ingezet kan worden. Bij scenarioplanning kunnen vier fases onderscheiden worden: het analyseren van trends, ontwikkelingen en onzekerheden (bepalende factoren, oftewel driving forces), gevolgd door de modelleringsfase, de ontwikkeling van alternatieve toekomstbeelden (scenario's) en als laatste de belangrijkste fase: de strategische conversatie. Door het maken van scenario's worden de betrokkenen voorbereid op trends en onzekerheden in de markt. Scenario's zijn meerdere plausibele en toch verrassende verhalen over de toekomst waarmee inzicht kan worden verkregen in mogelijke (markt)ontwikkelingen, wat maakt dat de organisatie eerder kan reageren op veranderende markt- en concurrentieomstandigheden dan haar omgeving.

### Oog voor de toekomst: scenarioplanning bij de Rabobank

*'Oog voor de Toekomst': scenarioplanning binnen de Rabobank Groep.*

De stafgroep Strategie van Rabobank Nederland is begin 2002 gestart met het initiëren van een verkenning van de buitenomgeving. Deze verkenning levert een basis en de kaders voor strategievorming door de Rabobank. Inmiddels is door een groot aantal mensen binnen de Rabobank Groep gewerkt aan het verkennen van politieke, sociaal-maatschappelijke, technologische, ecologische en economische trends waarmee financiële instellingen als de Rabobank nu en aankomende jaren te maken zullen hebben. Dit heeft reeds geleid tot de ontwikkeling van vier scenario's die een beeld schetsen van de samenleving en de consumentenbehoeften in 2012. Deze scenario's worden momenteel door verschillende bedrijfsonderdelen gebruikt voor het ontwikkelen van hun strategie, maar ook voor productontwikkeling en om na te denken over de toekomst van de coöperatie. In een parallel traject is gestart met het verkennen van de economische ontwikkelingen en de gevolgen daarvan voor de lange en korte rente tot en met 2010. De invloed van rentebewegingen en rentemarge op de resultaten van de Rabobank maar ook op die van haar klanten zijn immers groot. Kortom, een goede visie op toekomstige rente-ontwikkelingen van zowel de lange als de korte rente en de factoren die deze bepalen is van groot belang.

*Goede visie op toekomstige rentebewegingen van belang voor de Rabobank Groep en haar klanten.*

*Rentescenario's dienen als input voor strategische conversatie met beleidsmakers.*

Ontwikkeling van rentescenario's is primair een experiment voor de Rabobank om te kijken in hoeverre scenario's een bruikbaar instrument kunnen zijn voor het verkennen van rente-ontwikkelingen en de impact daarvan op de financiële dienstverlening in het algemeen en de Rabobank in het bijzonder. Als voornaamste basis voor de uiteindelijke rentescenario's hebben interviews met diverse specialisten binnen de Rabobank Groep en een nadere studie naar rentebepalende factoren gediend. Daarnaast zijn deze besproken in de Balans- en RisicoManagement Commissie (BRMC) en de Rente Voorspel Commissie (RVC), welke binnen de Rabobank verantwoordelijk zijn voor het formuleren van de rentevisie en het rentemismatchbeleid.

# Samenvatting scenario's

Centrale vraag: 'Wat zijn de economische ontwikkelingen tot 2010 en wat betekenen deze voor de rentebewegingen?'

Centraal bij de ontwikkeling van de rentescenario's stonden de volgende vragen:

- Welke economische (markt)ontwikkelingen zijn denkbaar in Europa in de periode tot 2010; wat betekenen deze ontwikkelingen voor de rente(bewegingen)?
- Wat zijn de gebeurtenissen en trends die zorgen voor rentebewegingen; kortom, welke factoren zijn bepalend voor de scenario's?

Aan de hand van verschillende interviews met specialisten binnen de Rabobank Groep, een workshop en een aantal case studies zijn uiteindelijk drie verschillende scenario's tot stand gekomen.

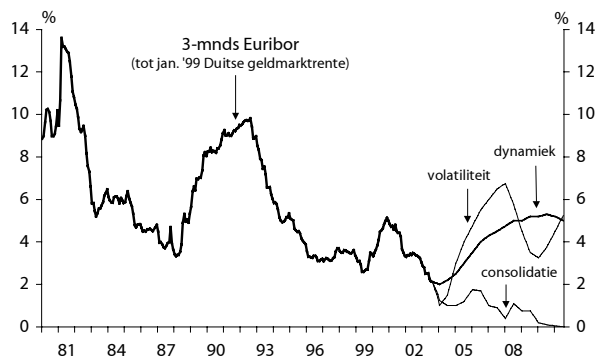
## 1. Consolidatie: het 'Oude Europa'

In dit scenario blijven we hangen in een langdurige periode van laagconjunctuur. Een zwak vertrouwensklimaat, onzekerheid over de toekomstige pensioenvoorzieningen, herstructurering van schuldposities bij bedrijven, gezinnen en overheid gecombineerd met deflatie vormen een belangrijke voedingsbodem voor hogere besparingen en een lage bestedings- en investeringsgroei. Zowel de korte als de lange rente vertonen in dit scenario een verder neergaande trend.

## 2. Volatiliteit: 'Globale volatiliteit'

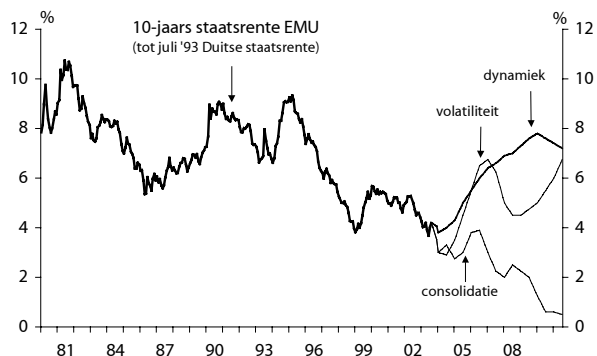
Dit scenario wordt gekenmerkt door een zeer sterke volatiliteit op zowel de financiële markten, de oliemarkten als in de wereldhandel en de wereldwijde politiek. Hierdoor laten de conjunctuurecycli en de inflatie extreme uitslagen zien, waardoor centrale banken gedwongen worden om de rentetarieven vaker en sterker aan te passen. Daarnaast wordt het Europese groeipotentieel nog steeds gehinderd door een gebrek aan structurele hervormingen. Korte en lange rentetarieven volgen een zeer volatiel patroon. Ook is in de periode tot en met 2010 tijdelijk sprake van een inverse rentestructuur.

Figuur 1. Beweging korte rente in verschillende scenario's <sup>1</sup>



Bron: Thomson Financial Datastream & SEO, 2003

Figuur 2. Beweging lange rente in verschillende scenario's <sup>1</sup>



Bron: Thomson Financial Datastream & SEO, 2003

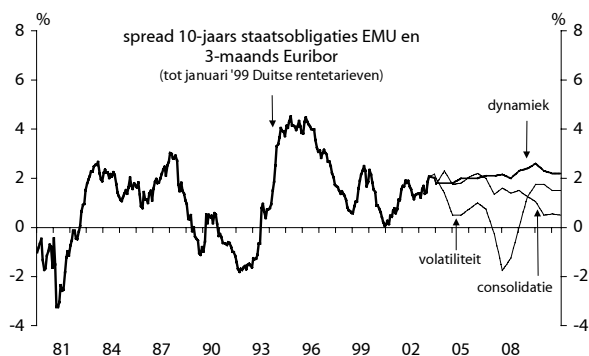
# Samenvatting scenario's

## 3. Dynamiek: het 'Nieuwe Europa'

De eerstkomende jaren staan in het teken van herstructurering van de balansen door bedrijven, gezinnen en overheid. De bereidheid tot het implementeren van economische hervormingen is groot. Bovendien kan het eurogebied profiteren van de investeringsmogelijkheden, die gepaard gaan met de uitbreiding van de Europese Unie naar Midden- en Oost-Europa. In dit scenario laten korte en lange rentetarieven een opwaartse trend zien.

Deze scenario's zijn verder uitgewerkt op pagina 13 tot en met 21. Tevens is gekeken naar de waarschijnlijkheid van de scenario's (pagina 22 - 25). Gestart wordt met een analyse van de verschillende trends, ontwikkelingen en (on)zekerheden die uiteindelijk bepalend zijn voor rentebewegingen. Ook wordt de samenhang tussen deze rentebepalende factoren aangegeven.

**Figuur 3. Spread korte en lange rente, verschillende scenario's<sup>1</sup>**



Bron: Thomson Financial Datastream & SEO, 2003

**Tabel 1. Samenvatting rentescenario's: rentebeïnvloedende factoren**

	Consolidatie	Volatiliteit	Dynamiek
<b>Economische groei</b>	laag	haperend	hoog
<b>Vertrouwen</b>	laag	wisselend	hoog
<b>Inflatie</b>	deflatiegevaar	inflatiepieken	gematigde inflatie
<b>Overheidsbeleid</b>	bezuinigen	procyclisch	saneren en investeren
<b>Besparingen</b>	hoog	matig	hoog
<b>Kapitaalstromen</b>	conservatief	volatiel	ondernemend
<b>Monetair beleid</b>	verruiming	remmen en gas geven	accommoderend
<b>Korte rente</b>	laag	fluctuerend	stijgend
<b>Lange rente</b>	dalend/laag	fluctuerend	stijgend

Bron: Projectteam, 2003

<sup>1</sup> Noot bij figuur 1,2,3: Rentetarieven en spreads zullen in werkelijkheid waarschijnlijk een volatieler verloop laten zien. De grafieken geven alleen een indicatie van de richting en van de mate van fluctuatie in rentetarieven en spreads.

# Rentebepalende factoren

*In deze paragraaf worden de drijvende factoren achter de rente beschreven.*

## Onzekerheden

Rente-ontwikkelingen worden gekenmerkt door grote onzekerheden. Door de malaise op de aandelenmarkten van de laatste twee jaar is er een grote instroom van geld richting obligatiemarkten geweest wat de lange rente flink heeft doen dalen. Vraag is of deze trend doorzet of dat de aandelenmarkten zich in de komende jaren zullen herstellen. Inmiddels zijn de aandelenkoersen en de lange rente weer iets gestegen. Groeicijfers zijn drastisch gedaald en de economie is in ons eigen land tot stilstand gekomen. Inflatiecijfers zijn aan het dalen en er wordt door sommigen zelfs gevraagd om beleidsmaatregelen van de ECB om deflatie te voorkomen. De angst voor deflatie wordt mogelijk groter dan de vrees voor inflatie. Hoe de economie zich op middellange termijn zal ontwikkelen (nationaal of internationaal) is zeer onduidelijk. Als reactie op de huidige economische malaise heeft de Fed, de Amerikaanse centrale bank, afgelopen jaren de rentetarieven sterk verlaagd. Mogelijkheden om de rente verder te verlagen zijn beperkt, gezien het, in reële termen gesproken, lage renteniveau. De renteverlagingen hebben bovendien veel van hun impact verloren. Ook in de Eurozone is de (geldmarkt)rente door de Europese Centrale Bank ondertussen sterk verlaagd. Met name de Duitse economie, waar we in Nederland zeer afhankelijk van zijn, vertoont nog weinig herstel. Onduidelijk is of er nu eindelijk werkelijk structurele hervormingen in Duitsland doorgevoerd zullen worden, of dat we veeleer met een Japan-achtige situatie (lage rente, lage kredietwaardigheid bankwezen e.d.) te maken zullen krijgen waar ook de rest van Europa structureel onder zal leiden. Kortom, of de Europese rente in een uitbreidend Europa verder verlaagd zal worden is sterk afhankelijk van de toekomstige inflatie- en economische ontwikkelingen in de Eurozone, die op hun beurt ook weer zeer onzeker zijn.

*Scenarioplanning moet tot inzichten leiden over de ontwikkelingen van de (financiële) markten in een omgeving die gekenmerkt wordt door stagnerende groei, toenemende turbulentie en onzekerheid.*

Vele vragen en onzekerheden bepalen het huidige economische en renteklimaat: Zal de economie inderdaad weer terugveren in 2004 en daarmee een nieuwe periode van hoogconjunctuur inluiden, of is er een periode van zeven magere jaren aangebroken zoals diverse deskundigen beweren? Hoe zal de internationale oorlog tegen het terrorisme verlopen? Met de renteverlagingen in de Verenigde Staten lijkt het rentewapen aldaar zijn grenzen te hebben bereikt, hoe veel lager kan het nog? Of leidt de lage rente uiteindelijk toch tot een sterke groei in investeringen? Intussen staat Europa aan de vooravond van een uitbreiding met 10 landen en staat het stabiliteitspact ter discussie. Wat is hiervan de consequentie voor de hardheid van de euro? Zullen de aandelenmarkten zich op (kortere) termijn volledig herstellen en zal de Nederlandse pensioenproblematiek zich daarmee vanzelf oplossen of moeten werknemers en werkgevers, en daarmee de Nederlandse economie, langdurig boeten voor de gevolgde beleggingsstrategie van pensioenfondsen en de vergrijzing? En hoe vergaat het de huizenmarkt? Is de huidige stilstand van de huizenprijzen een voorbode van een grote neerwaartse prijscorrectie? Of trekt de economie weer aan en zullen de huizenprijzen zich minimaal stabiliseren? Met al deze vragen zal in de scenariostudie rekening gehouden moeten worden.

## Factoren

Wanneer we naar de toekomst van de korte en de lange rente kijken, wordt deze met name bepaald door de volgende factoren oftewel 'driving forces'.

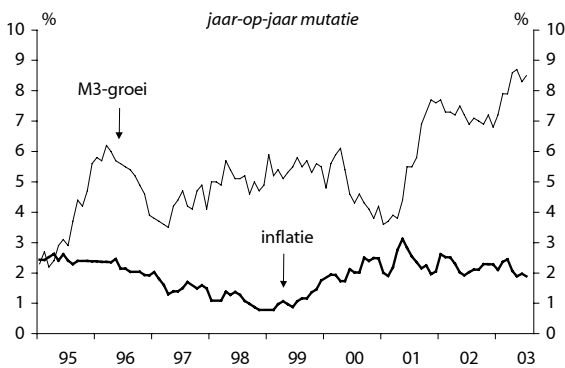
# Rentebepalende factoren

## 1. Monetair beleid

De Europese Centrale Bank (ECB) bepaalt de hoeveelheid euro's die er in omloop zijn en de korte rente, ofwel het tarief waartegen banken bij haar kunnen lenen. De geldgroei is de laatste jaren

sterk gestegen, tot boven acht procent. De Europese korte rente is gedaald tot 2% in juni 2003. De ECB is onafhankelijk en heeft daarmee als doel het handhaven van de prijsstabiliteit op middellange termijn. Daarbij wordt prijsstabiliteit gedefinieerd als een jaar-op-jaar stijging van de consumentenprijsindex (inflatie) van minder dan 2%. Het stimuleren van economische groei of het beïnvloeden van de koers van de euro t.o.v. de Yen of de Dollar behoort niet tot de doelstellingen van de ECB. Er is echter een continue politieke druk om het monetaire beleid ook in te zetten voor deze doelstellingen, en wellicht dat de nieuwe bankpresident Trichet andere keuzen zal maken dan de huidige Nederlander Duisenberg. Wanneer we naar de toekomst van de korte eurorente kijken, dan moeten we dus weten wat volgens de ECB de prognose is voor de inflatie- of deflatie-ontwikkeling.

**Figuur 4. Geldgroei en inflatie**



Bron: Thomson Financial Datastream, 2003

## 2. Inflatie

*Volgens de ECB heeft de inflatie enkel betrekking op consumentenprijzen en niet op de prijs van vermogenstitels (zoals onroerend goed en aandelen).*

Inflatie is de stijging van het algemene prijsniveau, bij een daling spreekt men van deflatie. Om in te schatten hoe de inflatie in de toekomst zich zal gaan ontwikkelen kijkt de ECB naar de totale hoeveelheid geld die er in omloop is (ookwel M3 genoemd) en naar macro-economische indicatoren. De geldhoeveelheid is belangrijk voor de inflatie, immers als de hoeveelheid geld harder stijgt dan het aantal producten en diensten, dan representeert het geld in reële termen dus steeds minder. In de praktijk doet de ECB echter weinig met de ontwikkeling van de geldhoeveelheid; deze komt vanaf halverwege 2001 boven de referentiewaarde van 4,5%. De andere macro-economische indicatoren waar de ECB naar kijkt om de inflatie in te schatten zijn de historische prijsontwikkeling, het verloop van de wisselkoersen (importprijzen) en de vraag- en aanbodverhoudingen op goederen- en arbeidsmarkt. Deze indicatoren zijn voor de ECB doorslaggegender. Inflatie heeft voor de ECB uitsluitend betrekking op consumentenprijzen. De prijs van huizen en andere vermogenstitels worden daarin niet meegenomen. De sterke stijging van vermogensprijzen (aandelen en onroerend goed) eind jaren negentig kan achteraf vermogensprijsinflatie genoemd worden (in de volksmond een zeepbel).

## 3. Budgettair beleid

*Budgettair beleid is van invloed op de vraag naar kapitaal door overheden en daarmee op het renteniveau.*

Voor de lange rente wordt meestal gekeken naar de rente op 10-jaars staatsobligaties waarvan wordt verondersteld dat deze nagenoeg risicoloos zijn. Men gaat er vanuit dat Europese overheden niet failliet gaan en dus op een periode van 10 jaar altijd aan hun verplichtingen zullen voldoen. De laatste jaren zijn de overheden in de Eurozone in vergelijking tot vroeger zeer zuinig geweest. Om aan de euro mee te mogen doen moesten de landen zich houden aan het Groei- en Stabiliteitspact. In dit pact wordt begrotingsevenwicht nagestreefd in 2006 en is bepaald dat overheidstekorten niet boven de 3% van het Bruto Binnenlands Product mogen uitkomen. Bovendien moet de staatsschuld worden verminderd tot een aanvaardbaar niveau (60% BBP of in elk geval voldoende afnemen). Hierdoor is het aanbod van staatsobligaties steeds schaarser geworden, terwijl tegelijkertijd de behoefte aan 'veilige beleggingen' als obligaties



# Rentebepalende factoren

de laatste twee jaar alleen maar populairder is geworden. Dit heeft een sterk drukkend effect gehad op de effectieve rente op staatsobligaties. Nu de wereldconjunctuur tegen zit, lijkt het wel of de overheden de zelfdiscipline verliezen. Duitsland en Frankrijk zullen hun overheidstekort dit jaar naar verwachting zien oplopen tot boven 3%.

## 4. Economische groei

*Demografie en toepasbare technologieën die leiden tot een hogere arbeidsproductiviteit zijn belangrijke factoren voor economische groei.*

Zolang de economie hard groeit, zoals in Europa en de VS aan het einde van de jaren negentig, komt er bij de overheid meer geld binnen en zal zij minder hoeven te lenen om hetzelfde te kunnen doen. Een snelle groei leidt ook tot een stijging van het aantal goederen en diensten in een economie, waardoor een stijging van de geldhoeveelheid minder snel zal leiden tot inflatie. Echter, wanneer een economie te hard groeit kunnen er fricties ontstaan. Wanneer er te weinig productiecapaciteit of aanbod van arbeid is kunnen prijzen sneller gaan stijgen wat een reden kan zijn voor de ECB om de korte rente te verhogen. Daarnaast is kapitaal steeds op zoek naar het beste rendement. Wanneer er in de economie volop kansen zijn om succesvol te investeren stijgt de behoefte aan kapitaal en zal daar een hogere vergoeding voor moeten worden betaald, waardoor de rente zal stijgen. Economische groei wordt zelf bepaald door het arbeidsaanbod maal de productiviteit ervan. De eerste factor wordt in belangrijke mate bepaald door de demografie, de laatste wordt bepaald door de stand van de technologie, de wijze van organiseren en inzet van mensen.

**Figuur 5. Economische groeipercentages**

	'94	'95	'96	'97	'98	'99	'00	'01	'02	'94-'02
VS	4	2,7	3,6	4,4	4,3	4,1	3,8	0,3	2,4	3,3
Japan	1	1,9	3,4	1,8	-1,1	0,1	2,8	0,4	0,3	1,1
EU15	2,8	2,4	1,6	2,5	2,9	2,8	3,5	1,6	1	2,3
Eurozone	2,4	2,2	1,4	2,3	2,9	2,8	3,5	1,5	0,8	2,2

Bron: Eurostat

## 5. Demografie

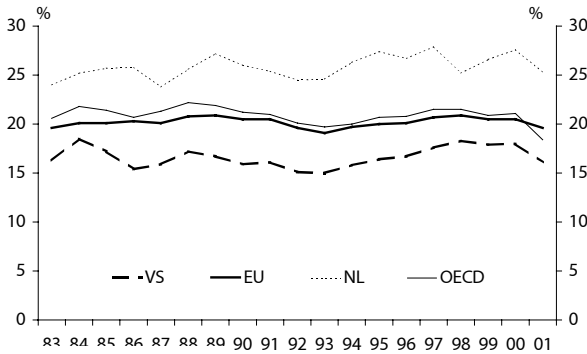
*Vergrijzing en ontgroening leiden noodzakelijkerwijze de komende jaren tot meer aandacht voor arbeidsaanbod en pensioenproblematiek.*

Demografische ontwikkelingen hebben in de komende decennia mogelijk een remmende invloed op de economische groei; het arbeidsaanbod zal door de vergrijzing en de ontgroening gaan dalen, tenzij Europa haar grenzen voor arbeid open zet. Demografisch kent Europa een toename van het aantal ouderen, zowel absoluut als relatief (door het dalend geboorteaantal). Steeds meer mensen worden oud en ouderen bereiken ook een steeds hogere leeftijd. Deze ouderen hebben veel tijd en geld (vermogen), en zullen daarvan willen genieten. De vergrijzing en de ontgroening kunnen leiden tot spanning op de arbeidsmarkt en de ouderedagsvoorzieningen (AOW, fiscaal aantrekkelijke spaarmogelijkheden) staan onder druk. In Nederland is de pensioenvoorziening redelijk op orde (Nederland is beter toegerust op demografisch risico, maar heeft desondanks ook te maken met het rendementsrisico). Daarentegen zijn in landen als Duitsland, Frankrijk en Italië aanzienlijk meer mensen afhankelijk van een omslagstelsel, waar de huidige werkenden betalen voor de ouderen. Indien deze omslagssystemen niet wijzigen, kan daarvan op termijn een opwaartse druk op de lange rente verwacht worden. De pensioenlasten worden immers steeds hoger, terwijl het aantal werkenden krimpt. Dit leidt of tot hogere belastingen of tot een hogere staatsschuld. Wanneer echter de omslagssystemen in de Eurolanden tijdig worden vervangen door kapitaaldekkingssystemen, zal de rente wel eens kunnen gaan dalen. Immers, miljoenen Europeanen zullen dan extra moeten gaan sparen voor hun pensioen, waardoor de besparingen

# Rentebepalende factoren

zullen oplopen en de ruimte voor consumptie daalt. Veel hangt af van de rendementen op geïnvesteerd vermogen, hoe lager de rendementen des te meer er gespaard zal moeten worden om voldoende kapitaal op te bouwen. Pas op langere termijn (na 2010) is er in Europa een situatie te verwachten waarin de vergrijzing leidt tot een netto ontsparing (pensioenuitkeringen zijn dan groter dan de premie inkomsten).

**Figuur 6. Bruto nationale besparingen als percentage v/h BBP**



Demografische ontwikkelingen zijn van grote invloed op de besparingen.

## 6. Besparingen

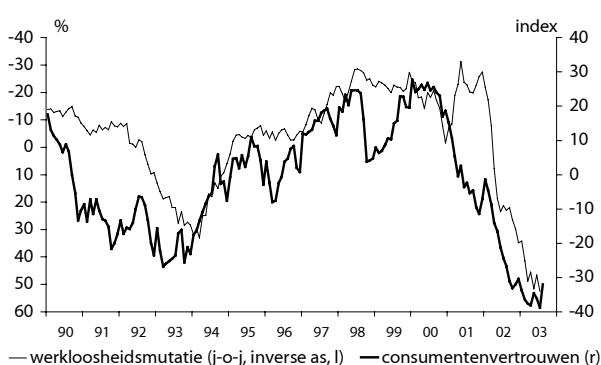
Het aanbod van geld wordt bepaald door de besparingen. De demografie is daarbij een belangrijke factor. Toch zijn er belangrijke nationale verschillen. Nederland is internationaal gezien een topspaarder. Deze besparingen worden voor het grootste deel afgedwongen door de verplichte pensioenopbouw. Dit is in andere landen anders. Daarnaast zijn er ook grote culturele verschillen. Besparingen bij consumenten worden sterk gedreven door toekomstverwachtingen. Wanneer vermogens dalen door lagere beurzen en wanneer de baanonzekerheid toeneemt, stijgen over het algemeen de besparingen. Fiscale regels spelen daar

overigens een grote rol bij. De EU als geheel is een grotere spaarder dan de VS. Het is dan ook niet vreemd dat de afgelopen jaren voor miljarden aan Europese besparingen naar de VS zijn gestroomd.

## 7. Kapitaalstromen

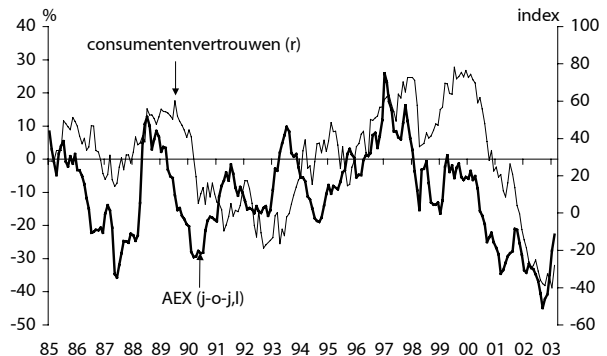
De rente komt tot stand in een open internationale kapitaalmarkt. Dagelijks schiet er naar schatting 1.300 miljard euro aan flitskapitaal over de wereld. Wanneer risico's te hoog lijken, verleggen de internationale kapitaalstromen razendsnel hun pad. Wat dat voor gevolgen heeft, heeft zich laten zien tijdens de Roebelcrisis, Azië-crisis en later de crisis in Argentinië. De afgelopen jaren stroomt het geld Japan en Europa uit om het tekort op de lopende rekening van de VS te financieren, gevoed door een heilig vertrouwen dat het groeipotentieel van de Amerikaanse economie hoger is dan dat van de eigen economie. Deze situatie is echter niet tot in het oneindige

**Figuur 7. Consumentenvertrouwen en werkloosheid Nederland**



Bron: Thomson Financial Datastream, 2003

**Figuur 8. Consumentenvertrouwen en AEX-koers**

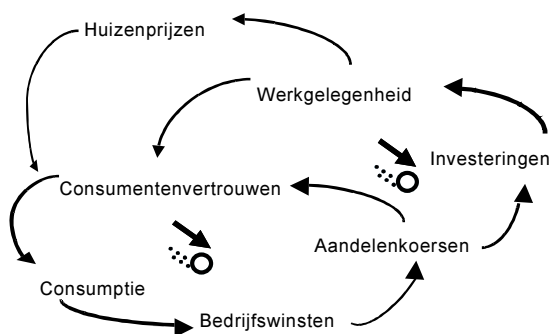


Bron: Thomson Financial Datastream, 2003

# Rentebepalende factoren

houdbaar. Voor de Europese rente is dat van belang, want wanneer het Europese kapitaal in Europa zou blijven, zou dit een drukkend effect op de rente in Europa hebben. Daarvoor zou of het vertrouwen in de Amerikaanse economie moeten afnemen, of het vertrouwen in de Europese economie moeten toenemen.

**Figuur 9. Vertrouwen en het vliegwiel van de economie**



Bron: De Ruijter Management, 2003

## 8. Vertrouwen

De waarde van de euro wordt weerspiegeld door het vertrouwen dat de euro ingewisseld kan worden voor reële goederen en/of diensten. Met de rente is het net zo, de kredietnemer leent omdat deze er op vertrouwt dat het kapitaal op een manier ingezet kan worden, dat betaling van de rente over het krediet vanuit het rendement van de investering mogelijk is. Ook de economische groei wordt via een vicieuze cirkel gedreven door vertrouwen. Wanneer beurzen en werkgelegenheid stijgen, stijgt het vertrouwen en consumeren mensen meer. Wanneer beurzen dalen en de werkloosheid toeneemt, daalt het vertrouwen. Door (de angst voor) terroristische aanslagen, de (aanhoudende) beursmalaise, boekhoudschandalen,

*Vertrouwen is door de groeiende beschikbaarheid van informatie steeds meer bepalend voor economische ontwikkelingen.*

inflatie (en angst voor deflatie), stijgende werkloosheid en andere signalen, is het vertrouwen steeds verder gedaald in 2003. De toename van de beschikbare hoeveelheid informatie en het aantal kanalen waarlangs deze informatie beschikbaar is, als ook de mate waarin belang wordt gehecht aan deze informatie, zijn van belang voor het vertrouwen.

### Drie scenario's

De bovengeschetste factoren bepalen gezamenlijk de toekomst van de rente. De factoren staan echter niet los van elkaar (figuur 9: Vertrouwen en het vliegwiel van de economie), maar beïnvloeden elkaar wederzijds. Wat in ieder geval zeker is, is dat de Europese bevolking snel vergrijsd en nog hard aan haar pensioendeckung moet werken. Deze besparingen kunnen echter ook doorschieten en ten koste gaan van de consumptie. Hierdoor kan vraaguitval en deflatiegevaar ontstaan. De vraag is of de benodigde besparingen ook daadwerkelijk op gang komen en of die kunnen worden omgezet in Europese investeringen die voldoende renderen. Het zijn immers de verwachtingen die bepalen hoeveel en waarin geïnvesteerd zal worden. De afgelopen jaren zijn de besparingen voor een deel weggelekt naar de Verenigde Staten en voor een deel opgegaan aan onrendabele investeringen in 'nieuwe economie'-aandelen. Om investeringen binnen Europa goed te laten renderen is degelijk monetair en overheidsbeleid nodig. Een aantal Europese economieën zal structureel moeten hervormen om op een hoger groeipad terecht te kunnen komen, om zodoende een goed rendement op investeringen mogelijk te maken.

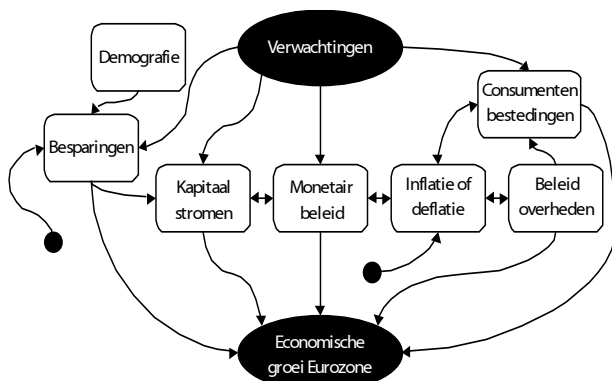
# Rentebepalende factoren

Drie rentescenario's:  
consolidatie, volatiliteit en  
dynamiek.

Als we naar de komende zeven jaren kijken, is op korte termijn de vraag of het vertrouwen in de Europese economie weer aantrekt. Zo niet, dan belandt de Eurozone in een *consolidatie* scenario, waarin de negatieve verwachtingen leiden tot hoge besparingen, vraaguitval en mogelijk zelfs deflatie. Mocht het vertrouwen in de Europese economie wel aantrekken, is het onzeker of deze verwachting zich ook zal materialiseren. Wanneer de volgende groeispurt op de financiële markten wederom een luchtbel blijkt te zijn, belanden we in een *volatiliteits* scenario. De beweeglijkheid op de financiële markten neemt dan toe, zonder dat er een stabiele economische basis aan ten grondslag ligt. Bij gefundeerde positieve verwachtingen en duurzame economische groei in Europa spreken we van een *dynamiek* scenario.

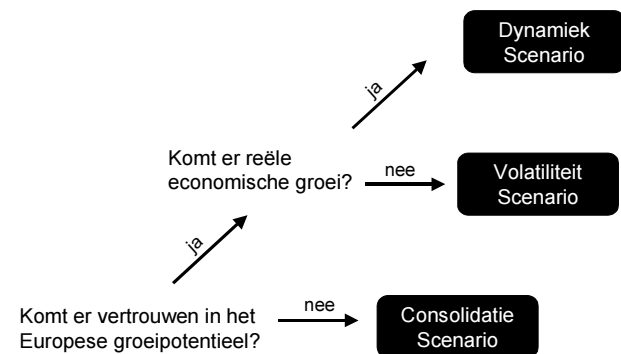
Elk van deze drie scenario's kent een eigen specifieke rente-ontwikkeling. In de volgende drie hoofdstukken worden de scenario's in meer detail beschreven en worden de implicaties voor de korte en lange rente geschetst.

**Figuur 10. Samenhang van de factoren**



Bron: De Ruijter Management, 2003

**Figuur 11. Drie scenario's**



Bron: de Ruijter Management, 2003

# Consolidatiescenario



*In 2010 is de Europese economie vooral een kapitaal extensieve diensteneconomie, terwijl de vergrijzende bevolkingsopbouw garant staat voor hoge besparingen. Overheden kampen met begrotingstekorten en consumenten en bedrijven zijn gepreoccupeerd met het realiseren van een zorgeloze oudedag en het afbouwen van hoge schulden. Er bestaat een geringe bereidheid tot investeren en kapitaal wordt liever risicoloos weggezet. Conservatisme en geringe risicobereidheid maken dat het kapitaal ondanks een extreem lage rente slechts in beperkte mate buiten de Eurozone wordt weggezet. In 2010 bevindt Europa zich in een situatie die gelijkenissen vertoont met de duurzaam stagnerende economie en lage rente in Japan aan het eind van de jaren negentig. De financiële sector kent dan ook een moeilijke tijd. Structurele maatregelen om de economie te stimuleren blijven uit. Langzaam glijdt de economie steeds verder af.*

## Groeiende besparingen

*Groeiende besparingen: o.a. vanwege onzekerheid rondom toekomstig pensioen en een zwak economisch klimaat.*

Europa stond in 2003 voor een geweldige uitdaging. De 370 miljoen inwoners vergrijsden snel. Pensioenen werden op termijn onbetaalbaar indien niet ingegrepen werd door overheden en bedrijfsleven. Continuering van het toenmalige pensioenbeleid was niet haalbaar. De overheid trok zich steeds verder terug en het bedrijfsleven vroeg een hogere eigen bijdrage. Door de sterke daling van de aandelen tijdens de langzame krach van 2000-2002 verhoogden Nederlandse pensioenfondsen hun premies vanaf 2003 drastisch. In de rest van Europa zetten de overheden gelijkwaardige kapitaaldekkingssystemen op, of moesten particulieren uit zich zelf het nodige vermogen opbouwen, om zeker te zijn van een goed pensioen. Aldus genoot het sparen de voorkeur boven het consumeren, waardoor tot 2010 de besparingen in Europa sterk stegen. Daarbij werd er meer gespaard omdat het vertrouwen bij de consument en het bedrijfsleven op een economisch herstel volledig weg was. Hoe kon het ook anders, na jaren van groei was er nu sprake van een stagnatie en dreigde zelfs een krimp.

## Crises in de VS

*Verslechterde politieke en economische verhoudingen tussen EU en VS betekenden een einde van toestroom van kapitaal naar VS.*

Vanaf 2003 kwam, onder andere door de verslechterde politieke en economische relatie tussen de VS en de rest van de wereld, een einde aan de toestroom van kapitaal naar de VS. De dollar kwam hierdoor in een glijvlucht naar beneden. Dit werd verder gestimuleerd door de tegenvallende groei in de VS en het openlijk verlaten van het beleid om de dollar sterk te houden. De Amerikaanse overheid en bedrijven konden vanaf dat moment alleen nog maar kapitaal

# Consolidatiescenario

aantrekken wanneer zij een substantieel hogere rente betaalden dan de Europese rente, met als gevolg dat de rente in de VS in vergelijking met de EMU sterk aantrok. De door hoge schulden geplaagde Amerikaanse particulieren en bedrijven kwamen hierdoor in economische moeilijkheden. Het negatieve nieuws bevestigde de Europese belegger in zijn negatieve beeld van de VS en deze hield dan ook zijn kapitaal liever dicht bij huis.

## Deflatiespook

*Deflatiegevaar reëel aanwezig in EU.*

Door de dalende dollar werden importen steeds goedkoper voor Europa (eurogebied). Maar ook door de consumptieve vraaguitval als gevolg van de hoge besparingen ontstond er angst voor deflatie. Producenten kampten met overcapaciteit en beconcurrerden elkaar op leven en dood. Computers, vliegtuigen, mobiele telefoons, hotelkamers en taxiriten werden door de hevige concurrentie steeds goedkoper. Zelfs diners in restaurants, biertjes op een terras en boodschappen bij de supermarkt moesten er aan geloven. Na de op het oog drastische prijsstijging bij de introductie van de euro waren consumenten prijsgevoeliger geworden en gingen zij minder of in ieder geval prijsbewuster consumeren. Detaillisten werden tegen elkaar uitgespeeld, prijsconcurrentie werd met omzetting beloond. Ook de industriële producten daalden in prijs, met name door het sinds 2004 gestegen aanbod uit Polen en Tsjechië. Producenten in West-Europa moesten in deze prijzenslag mee. In de loop van de jaren gingen consumenten er aan wennen dat prijzen daalden. Het drong door dat het uitstellen van een aankoop werd beloond, en dat was dan ook precies wat sommige consumenten deden.

## Recessie

*Recessie of lage groei: laag consumenten- en producentenvertrouwen gingen gepaard met extra besparingen en verminderde consumptie in een markt met overcapaciteit en schuldenoverlast.*

Door de lage consumptie en de enorme overcapaciteit en schulden in het bedrijfsleven bleef de economie hangen in een recessie of lage groei (ongeveer 1%). In Europa bleef er sprake van onderbesteding. Overheden en bedrijfsleven bezuinigden, waardoor consumenten minder konden kopen, waardoor overheid en bedrijfsleven op hun beurt weer minder inkomsten hadden en verder moesten bezuinigen. Het was een vicieuze cirkel. Consumenten werden door dit negatieve klimaat nog onzekerder, immers ze konden elk moment gekort worden op hun uitkering of hun baan verliezen. Vanwege de geringe groei van de economie liep de werkloosheid verder op, ondanks de lage groei van het arbeidsaanbod (minder instroom en meer uitstroom). Het ontbreken van vertrouwen zorgde er voor dat bestedingen door de consument uitgesteld werden en er nog meer gespaard werd. De bezuinigingen in het bedrijfsleven en overheden werden mede ingegeven doordat schulden door de deflatie in reële termen steeds hoger werden. Deze schulden vormden een dermate grote last dat investeringen uitgesteld werden. Op uitstel volgde eigenlijk direct afstel. De consument was eveneens genooddaakt om zijn of haar schulden af te lossen voordat de situatie onhoudbaar zou worden.

## Leegloop

*Immigratie naar EU daalde. De stagnerende economie gaf minder economische perspectieven aan immigranten van buiten de EU.*

Omdat er in West-Europa steeds minder economische perspectieven waren, daalde het aantal immigranten. Het aantal emigranten steeg daarentegen fors. Boeren en ondernemers zochten naar kansen in het voormalige Oost-Europa, allochtonen trokken terug naar eigen land om daar te genieten van hun AOW en autochtone Europeanen vertrokken naar Zuid-Afrika en Zuid-Amerika (met name Portugezen en Spanjaarden). In eerste instantie werd deze ontwikkeling nog als positief gezien, ter verlaging van de werkloosheid. De demografische problemen van Europa werden hierdoor echter alleen nog maar versterkt, omdat het vooral personen in de leeftijd tussen 25-45 jaar betrof en Europa toch al getroffen werd door de vergrijzing.

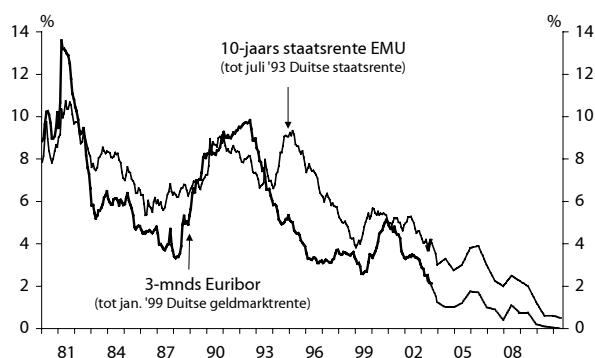
# Consolidatiescenario

## Monetair beleid

De ECB reageerde op de zwakke conjunctuur door de rente te verlagen. In het begin daalde de rente nog met 50 basispunten tegelijkertijd. De angst voor deflatie deed de ECB versneld de rente

verlagen. Maar vanaf eind 2004 was de korte rente onder de 1% en daarop volgende dalingen gingen met stapjes van 25 en later 10 basispunten. Na de opvolging van ECB-president Duisenberg volgde een bankpresident die steeds minder weerstand kon bieden aan de roep van de Europese regeringen om via het monetaire beleid de economie te stimuleren. Er werd gesuggereerd dat een drastische verruiming van de geldhoeveelheid de deflatie kon keren en de economie kon stimuleren. De verruiming werd echter niet gebruikt voor consumptie, maar werd wederom opgepot, waardoor ook de lange rente daalde tot nabij de 1%.

**Figuur 12. Dalende rentes in consolidatiescenario**



Bron: Thomson Financial Datastream & SEO, 2003

## Implicatie voor de financiële sector

In het consolidatiescenario daalde de korte rente langzaam richting nul. Ook de lange rente zette zijn trend naar beneden door richting 1%.

Door de dalende rentes kwamen in dit scenario de transformatieresultaten bij banken sterk onder druk. De financiële sector kwam in een diepe crisis. Door de lage rente koos de financiële sector ervoor consumenten en bedrijven die technisch failliet waren in leven te houden met extra kredieten. Slechte leningen totaal afschrijven was immers duurder. Nieuwe kredieten werden steeds minder verstrekt doordat de vraag ernaar afnam, maar ook door hogere eisen die gesteld werden aan de ontvangende partij. De volumes daalden en creditspreads werden uiteindelijk groter door stijgende risico's (aanvankelijk daalde de creditspread nog door concurrentie). Eén van de weinige lichtpuntjes in dit scenario waren spaar- en pensioenproducten, waar een zeer grote vraag naar was. Over het geheel ging het niet goed met het bedrijfsleven. Om te overleven gingen de spelers in de financiële sector elkaar opzoeken. Alleen grote partijen hadden de schaalvoordelen om nog kosteneffectief te kunnen opereren. Het consolidatiescenario leidde dan ook in de financiële sector tot een consolidatiegolf van internationale fusies en overnames.

# Volatiliteitsscenario



*In 2010 wisselt de mediagevoelige belegger steeds sneller van positie, met een groeiende volatiliteit op de financiële markten als gevolg. Nieuwe technologie en het slechten van grenzen hebben de wereld steeds sneller en meer turbulent gemaakt. Manische hypes worden steeds sneller gevolgd door depressieve stemmingen. De tripolaire valutawereld die door de invoering van de euro is ontstaan blijkt instabiel, helemaal door de sterke groei van het flitskapitaal. De uitslagen op vrijwel alle financiële markten zijn zeer groot. De angst voor deflatie, die in 2003 nog de boventoon voerde, blijkt uiteindelijk onterecht, waardoor de bubbel op de obligatiemarkt tot uitbarsting komt. De dalende trend in lange rentetarieven wordt daardoor gekeerd en sterk stijgende kapitaalmarktrentes zijn het gevolg. Deze ontwikkeling wordt nog eens versterkt door een weer toenemende vrees voor inflatie, een tijdelijk hogere economische groei en hogere olieprijs. De ECB kan niet anders dan hier in meegaan door regelmatig en heftiger bij te sturen. Hervormingen in de reële economie blijven echter uit, terwijl ook de onrust op de financiële markten uiteindelijk leidt tot een lager dan verwachte economische groei in Europa. Er is sprake van een Volatiliteitsscenario.*

## Besparingen

*Door het verlies aan vermogen, veroorzaakt door de effecten van verschillende luchtballen, werd gezocht naar mogelijkheden om het vermogen weer op te bouwen. Er ontstond een besparingsdrang.*

In de jaren negentig was het aantal particuliere beleggers in Europa explosief gestegen. Alleen in Nederland waren al ongeveer 1,7 miljoen huishoudens met beleggingen bezig. Ook institutioneel waren de besparingen flink toegenomen. Dat moest ook wel, want de onzekerheid over staatspensioenen nam alleen maar toe. Toen in 2003 de lucht eenmaal uit de aandelenbubbel was gelopen en de onroerendgoedmarkt leek te volgen, stonden de beleggers massaal voor de vraag: 'Waar kan een mens nog in beleggen? De diepe deuk die de langzame aandelenkrach had geslagen in de institutionele en particuliere reserves leidde tot besparingsdwang. Door de lager gewaardeerde vermogens en de lagere verwachtingen over het rendement van investeringen leek er maar één oplossing; nog meer sparen. Maar waar moest dat geld heen?

## Obligatiemarkt stortte in

*De luchtbel van de obligatiemarkt spatte uiteen. Aandelenkoersen trokken weer aan.*

In de periode 2002-2003 daalde de lange rente steeds verder. Want 'veilige obligaties' waren de eerste logische plek waar kapitaal in bange tijden naar toestroomde. Toen in 2004 de effectieve rendementen op vrijwel alle Europese staatsobligaties onder 3% waren gedaald, kwam de vraag: 'Maar met dit lage rendement kom ik nergens! Waar kan ik nog in beleggen?' Omdat in 2004 tevens de eerste meldingen in het nieuws kwamen van 'rendementen van meer dan 30% op de



# Volatilitéitsscenario

Nasdaq en AEX' en 'Obligaties zwaar overgewaardeerd', ontstond er voor het eerst sinds 2000 in 2004 weer een snelle moodswing terug naar aandelen. Hierdoor begon een self-fulfilling prophecy. In 2005 werd voor het eerst sinds jaren op feestjes weer over beleggen in aandelen gesproken. Men had het weer over een 'ritje van 100% op Ahold of KPN'. Vooral de 'Oost-Europa tijgers' en de herwaardering van investeringen in mobiele telecommunicatie voedden de stijgende verwachtingen. In 2006 waren obligaties weer helemaal uit de mode. Aandelen rendeerden immers op de lange termijn altijd beter, was dat niet zo? Pensioenfondsen die te laat van obligaties naar aandelen waren overgestapt, hadden het zwaar. Het instorten van de obligatiemarkt had het effect dat de rente steeg. Deze stijging zorgde uiteindelijk ervoor dat in sommige landen de bubbel van de onroerendgoedmarkt barstte.

## Slagkracht Europese economie verbeterde niet

*Structurele veranderingen bleven uit, waardoor de slagkracht van de Europese economie niet verbeterd werd.*

Hoewel er eerste goede tekenen waren in 2004, bleven de structurele veranderingen, die nodig waren om de Europese economie weer concurrerend te maken en een krachtige impuls te geven aan de groei, uit. De macht van de bonden was in Duitsland en Frankrijk gewoonweg te sterk. De arbeidsmarkten bleven star, de lonen pasten zich te langzaam aan de laagconjunctuur aan en de pensioenproblematiek bleef onopgelost. Stakingen maakten overheidsingrijpen onmogelijk en braken het langzaam opgebouwde vertrouwen in de euro snel af. Het bedrijfsleven was belast met loodzware improductieve schulden terwijl bovendien de rente fors begon op te lopen. Veel Europese bedrijven waren technisch failliet. Door de sterke euro overspoelden goedkope importproducten de Europese markt en was exporteren naar buiten de Eurozone haast onmogelijk. De enige reden waarom de beurzen in 2006 toch koers-winstverhoudingen (k/w) lieten zien van 30 was, omdat daarmee aangegeven werd dat de belegger genoeg moest nemen met een verwacht rendement van 3,3%. Helaas rekende de belegger anders, die zag in een stijging van een k/w van 20 naar 30 een koerswinst van 50%, en dacht dat aandelen goed rendeerden.

## Flitskapitaal

Aanhoudend slecht nieuws over de prestaties van de Europese economie deed vanaf 2007 de Europese aandelenbeurzen opnieuw kelderen met tientallen procenten. Het kapitaal trok massaal naar de nieuwste hype; de snel groeiende economieën als India, Rusland en Zuid-Afrika. Ook de euro begon op dat moment fors waarde te verliezen. De voornamelijk sociaal democratische leiders in Europa hadden genoeg van de vernietigende kracht van het flitskapitaal en bereidden maatregelen voor. Maatregelen zoals een belasting op flitskapitaal (Tobin Tax) om speculatie tegen de euro tegen te gaan. Voor de valuta handelaren was dit reden te meer om zich terug te trekken uit de euro.

## Overheidstekorten

*Overheidstekorten stegen verder door lagere belasting opbrengsten en stijgende sociale lasten.*

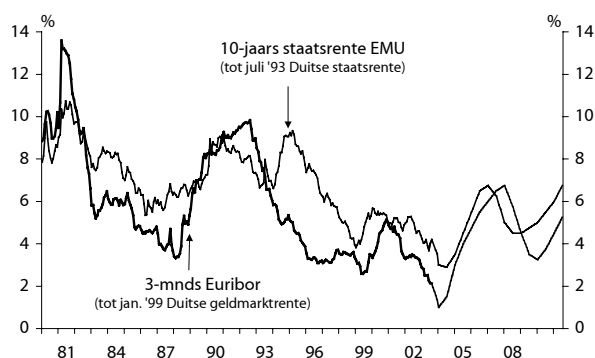
Terwijl de aandelenmarkten weer aantrokken en de vraag naar obligaties begon op te drogen, liepen de overheidstekorten op. Het negatieve economische klimaat van 2002 – 2004 leidde tot lagere belastingopbrengsten over die periode. En dat terwijl de uitgaven aan sociale lasten alleen maar stegen. Ook de bezuinigingen die de Europese regeringen in gang hadden gezet, hadden nog niet de tijd gehad om door te werken in klinkende munt. Daarnaast bleek de Europese uitbreiding duurder dan gepland. Met als gevolg dat er vanaf 2005 door overheden weer volop beroep moest worden gedaan op de kapitaalmarkt. Maar om de belegger te lokken moest er dit keer wel een hogere prijs worden betaald. De lange rente was tegen 2006 namelijk opgelopen tot 7%. De eerder nog sterk gestegen aandelenmarkt stortte in diezelfde periode hard in.

# Volatiliteitsscenario

## Monetair beleid

Ook het monetaire beleid had het karakter van een achtbaan. Door de sterke euro en trage economische groei steeg in 2003 de angst voor deflatie en het bot worden van het rentewapen.

**Figuur 13. Sterk fluctuerende rentes in het volatiliteitsscenario**



Bron: Thomson Financial Datastream & SEO, 2003

Drastische maatregelen werden niet geschuwd en de ECB verlaagde stapsgewijs de herfinancieringrente tot 1% in 2004. Toen de aandelenkoersen vervolgens hard opliepen, en de verwachtingen in 2005 hoog opbloeden, dacht de ECB dat het leed geleden was en werd de rente snel verhoogd tot 7%, waardoor in de periode 2007 tot 2008 een inverse rentestructuur ontstond. Vanaf 2005 steeg ook de lange rente snel. Toen vervolgens de aandelenmarkten weer aan een duikvlucht begonnen, probeerde de ECB in 2008 de boel te herstellen door een aantal snelle verlagingen van de korte rente, maar de aandelenmarkten hadden de weg naar beneden al ingezet. Internationaal was het vertrouwen in Europa weg, en hogere rentes waren de enige manier om kapitaalvlucht en daarmee een vrije val van de euro tegen te gaan.

## Implicatie voor de financiële sector

*Er ontstond een grote beweeglijkheid op de financiële markten.*

In het volatiliteitsscenario kenden de financiële markten een grote beweeglijkheid. Door de aangetrokken verwachtingen stegen aanvankelijk de aandelenmarkten en daalden de obligatiemarkten, waardoor de lange rente opliep. Toen ook de ECB dacht dat het leed geleden was trok ook de korte rente weer aan. Echter, van structurele verbetering van de economie bleek uiteindelijk geen sprake. Wisselende verwachtingen en stemmingen bepaalden de markten. Deze verwachtingen en stemmingen zorgden voor onrust en onzekerheid. De consument koos voor zekerheid.

De beweeglijkheid was slecht voor de financiële sector. De onverwachte inverse rentestructuur in 2007 veroorzaakte bij sommige banken grote verliezen door het negatieve transformatieresultaat. Eerder al zorgde het inzakken van de onroerendgoedmarkt tot een crisis bij een aantal retail banken. Bij elke crisis trokken de financiële conglomeraten zich terug uit de sector waar het pijn deed. Sommige banken trokken na de slechte ervaringen uit 2002 zich terug uit investment banking, na de huizenrash van 2004 trokken buitenlandse financiële partijen zich terug uit de retail markt etc. Hierdoor werden de spelers steeds kleiner en gespecialiseerder, maar daardoor ook gevoeliger voor een volgende crisis. Er was eerder sprake van verdere fragmentatie dan consolidatie in de financiële markten. Vanwege de hoge volatiliteit ging de commerciële rentemarge wel omhoog, maar de volumes daalden harder. Risicopremies werden hoger. Op deze wijze werd de reeds bestaande volatiliteit van de financiële markten verder versterkt door de financiële instellingen zelf. Ook operationeel had de sector het zwaar te verduren. Reorganisatiekosten als gevolg van het afstoten en integreren van activiteiten waren hoog alsook de kosten van het continu aanpassen van het producten- en dienstenpakket aan de nieuwste hype.

# Dynamiekscenario



*In 2010 is Europa groter en welvarender. De uitbreiding van de Europese Unie met tien landen in 2004 heeft de Europese economie een nieuwe groei impuls gegeven. De agrarische, industriële en publieke sector in Centraal en Oost-Europa hebben door het kapitaal uit West-Europa snel kunnen groeien. Ook West-Europa kent een hoger welvaartsniveau door de economische herstructurering na 2004 en doordat eerdere investeringen in onder andere ICT de productiviteit drastisch hebben doen stijgen. Door de toegenomen vraag naar kapitaal en het hogere verwachte rendement op investeringen zijn de rentestanden op een (substantieel) hoger niveau terecht gekomen.*

## Sanering in de economie

*Bedrijven en particulieren richtten zich in eerste instantie op het aflossen van schulden.*

In de eerste jaren van de 21<sup>e</sup> eeuw kende Europa een stagnerende groei. De economen voorspelden een mogelijkheid van deflatie of in ieder geval langdurige stagnatie wanneer er niet structureel werd ingegrepen door overheden, centrale banken en het bedrijfsleven. Het bedrijfsleven investeerde niet of slechts indien noodzakelijk voor de bedrijfsvoering, de prioriteit lag bij het afbouwen van de schuldposities. Overheden kampten met teruglopende belastinginkomsten en groeiende uitgaven aan sociale lasten. Beperkt door het gesloten groei- en stabiliteitspact tussen de EMU-lidstaten, mochten de overheidstekorten niet te ver oplopen. Met pijn en moeite wisten de EMU-landen dit te handhaven. Zij het dat, ingegeven door de economische omstandigheden, het stabiliteitspact tijdelijk enigszins versoepeld werd.

*Overheden werden geconfronteerd met dalende belastinginkomsten en groeiende lasten. Stevige bezuinigingen waren het gevolg.*

Parallellen met Japan werden makkelijk getrokken, al wezen sommigen er al op dat een aantal onderliggende factoren fundamenteel anders waren. Europa had te maken met een relatief open economie in tegenstelling tot Japan en had nog de mogelijkheid om in te grijpen.

## Kapitaalstromen

*Mede vanwege het grote Amerikaanse begrotingsstekort en het tekort op de lopende rekening investeerde de Europese belegger niet meer in de VS.*

De economie in de VS stagneerde. Afgeschrikt door het enorme begrotingstekort en tekort op de handelsbalans stopten Japanse en Europese investeerders niet meer automatisch hun kapitaal in aandelen en obligaties in de VS. Buiten de economisch ongunstige ontwikkelingen in de VS, was de relatie tussen de EU en de VS door de oorlog in Irak en diverse handelsconflicten danig verslechterd. Daarnaast was de dalende dollar op zich zelf al een reden om de VS te mijden. Voor Europa was er derhalve genoeg kapitaal, enkel ontbrak het in eerste instantie aan goede investeringsmogelijkheden.

# Dynamiekscenario

## Uitbreiding van de Europese Unie

*Groeipotentieel van Oost-Europese landen en nieuwe EU-landen werd onderkend.*

Europa maakte in deze tijd vaart met de uitbreiding. In 2004 traden tien landen toe tot de EU. Het verschil in BBP tussen de EU en deze landen was groter dan het verschil tussen Spanje en Portugal ten tijde van hun toetreding tot toen nog de EEG in 1986. Bij de nieuwe toetreders was er voldoende groeipotentieel aanwezig om de Europese economie als geheel een impuls te geven. Het draagvlak onder de bevolking aldaar om samen te werken met de EU-landen was groot. Zij wilden zo snel mogelijk groeien. Er werd gezocht naar nieuwe manieren om (durf)kapitaal bij bedrijven te krijgen. Rusland kwam ook steeds meer in beeld voor investeringen. Vooral gedreven door haar olievoorraad en de spanningen in het Midden-Oosten, werd hier al snel geïnvesteerd door grote multinationals. Het internationale bedrijfsleven trachtte haar invloed te vergroten door samenwerkingsverbanden en investeringen.

## Bloeiend Oost-Europa: groei-impuls voor West-Europa

Vanaf 2004 trad er een verandering op in de halfslachtigheid op het gebied van economisch beleid binnen Europa. Nieuw leiderschap stond op. Enerzijds gericht op hervorming van de starre economieën en anderzijds op het geven van daadwerkelijke groei-impulsen. Deze verandering kon ook bijna niet uitblijven vanwege de aanhoudende stagnatie van de economieën binnen de EU en het groeiende besef dat het groeipotentieel in de Oost-Europese landen gezocht moest worden. Met de nieuwe EU-landen werd overeengekomen dat zij hun financiële stelsels en regelgeving (harmonisatie) gingen vormen naar die van West-Europa en werd er gewerkt aan een vrije agrarische sector. Hiermee tegemoetkomend aan de grootste bezwaren van het West-Europese bedrijfsleven, werd de weg vrijgemaakt om te investeren. In met name Oost-Europa en Rusland was tenslotte voldoende groeipotentieel op grond van ruimte, grondstoffen en arbeidsproductiviteit. Productiebedrijven verhuisden van West-Europa naar Oost-Europa en bouwden met de nieuwste technologie nieuwe fabrieken. Veel agrariërs verplaatsten eveneens hun productie naar Oost-Europa. Financiële dienstverleners richtten zich in belangrijke mate op investment banking activiteiten. Banden met Rusland werden vanuit de EU aangescherpt en investeringen bleven niet beperkt tot de nieuwe EU-landen.

## Impuls door migratie en arbeidsproductiviteit

*Noodzaak tot innovatie werd steeds duidelijker door vergrijzing en ontgroening binnen Europa.*

In 2003 werd het steeds duidelijker dat de Europese bevolking in snel tempo vergrijsde en dat pensioenvoorzieningen ontoereikend waren; zeker nadat miljarden verdampt waren door de beurscrash. Vanaf 2007 volgde de omslag op de arbeidsmarkt. Vanaf toen waren er minder arbeidskrachten die toetraden, dan uittraden. De vergrijzingproblematiek vroeg met name toen om een significante toename van de productiviteit van de arbeidsbevolking, verhoging van de arbeidsparticipatie (langer doorwerken) en om bijvoorbeeld immigratie (vanuit het gezichtspunt van West-Europa gezien). Overheden speelden hier goed op in: ondernemingen werden gedwongen om te innoveren om zo een hogere arbeidsproductiviteit te realiseren. Vervroegde uittreding werd fiscaal zeer onaantrekkelijk gemaakt om ervoor te zorgen dat de arbeidsbevolking nog enigszins op peil bleef. Aanvankelijk migreerden vele Oost-Europeanen naar West-Europa, aangetrokken door het verschil in welvaart. Toen echter bleek dat een sterke groei op gang kwam in het 'nieuwe Europa' keerden zij terug. West-Europese agrariërs en arbeidsintensieve industrieën beproefden hun geluk in de nieuwe EU-landen, en dat deden zij met succes. Door het gebruik van de nieuwste technologieën en de mogelijkheden tot schaalvergroting werd tegelijkertijd een efficiency-slag gemaakt en een groeiende markt betreden. De West-Europese economie veranderde nog verder in een economie met aandacht voor de tertiaire sector (financiële dienstverlening, advisering enzovoort).

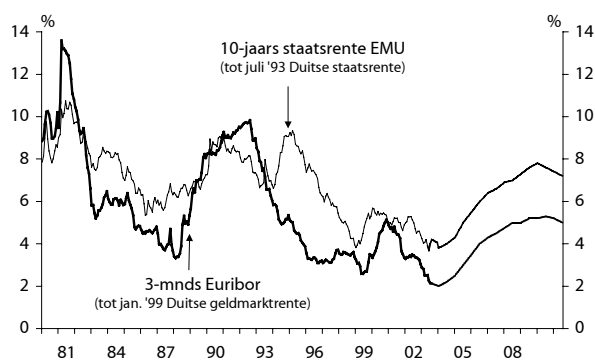
*Oost-Europa kende een sterke groei als gevolg van investeringen door West-Europese bedrijven. Investerings zouden al snel gaan renderen.*

# Dynamieksenario

West-Europese industriële bedrijven die niet investeerden in de toetredingslanden werden gedwongen te innoveren en zich te richten op niches door verscherpte concurrentie. Deze dynamiek leidde tot hernieuwd enthousiasme voor de Europese droom. Het vertrouwen van

consumenten en industrie in de economie herstelde en leidde tot meer investeringen. De eens zo zwakke Duitse economie werd door de hernieuwde economische activiteiten weer tot leven gewekt. Haar centrale ligging in Europa speelde daarbij een grote rol.

**Figuur 14. Stijgende rentes in het dynamieksenario**



Bron: Thomson Financial Datastream & SEO, 2003

## Monetair beleid

De ECB verlaagde de korte rente in de eerste helft van 2003 nog met 75 basispunten tot 2%. Ook de lange rente was aanvankelijk laag, omdat beleggers defensief massaal in obligaties belegden. Aansluiting van de tien economieën bij de EU in 2004 leidde ertoe dat investeringen aldaar minder risicodragend werden geacht. Kapitaal vond zijn weg richting Rusland en Centraal en Oost-Europa. In 2004 begon de lange rente flink te stijgen. De eerste renderende investeringen gaven de consumenten en de industrie vertrouwen, waardoor

*Aanvankelijk werd de rente nog verder verlaagd om investeringen te stimuleren. In 2004 begon de rente weer te stijgen.*

investeringen in West-Europa niet konden uitblijven. Door de sterke economische groei steeg in de periode 2006-2008 de inflatie in Oost-Europa. Ook in West-Europa steeg de inflatie door de met de hoge economische groei gepaard gaande krappere arbeidsmarkt. Dit leidde tot een verdere stijging van de lange rente. Aanvankelijk bewoog de ECB de centrale banken in Oost-Europa ertoe om de korte rente te verhogen en deed dat zelf ook. Vanaf 2007 werd de EMU uitgebreid met de 10 landen die toetraden in 2004. Het Verenigd Koninkrijk zou dat jaar nog afwachten wat de gevolgen van deze uitbreiding waren, om uiteindelijk zelf ook toe te treden in 2009.

## Implicatie voor de financiële sector

*Het was de tijd voor investment banks. Er werd goed verdiend aan de hoge volumes in de kredietverlening. Er was sprake van een hoog transformatieresultaat.*

In het dynamieksenario trok langzaam maar zeker de Europese groei weer aan. Er waren door de Europese uitbreiding volop investeringsmogelijkheden en ook in het 'oude Europa' werden structurele hervormingen doorgevoerd. Hierdoor liepen zowel de korte als de lange rente langzaam op richting respectievelijk 5 en 8 procent. De rentestijging werd in eerste instantie veroorzaakt door de sterke economische groei en daarna door inflatiegevaar.

In het dynamieksenario was het voor de Europese banken een gouden decennium. Er werd goed verdiend aan het transformatieresultaat en de hoge volumes bij de kredietverlening. Hoewel retail banking uiteindelijk erg winstgevend was, was de weg naar winstgevendheid niet zonder obstakels. Bovendien werd het toch gezien als saaie activiteit. Daarnaast droegen sommige retailbanken voorlopig nog veel laagrentende hypotheeklen op hun balans mee. De investment banks die de transacties tussen het oude en nieuwe Europa faciliteerden of die talloze IPO's begeleidden groeiden harder en hadden een veel hoger aanzien. De meest succesvolle, veelal gespecialiseerde dienstverleners uit het oude Europa namen offensief kleinere spelers over uit het nieuwe Europa. Hierdoor ontstond een financiële sector met zeer gespecialiseerde, maar geografisch sterk gespreide spelers. In toenemende mate kon er ook geconstateerd worden dat steeds meer financiering direct via de kapitaalmarkt plaatsvond als gevolg van liberalisering en deregulering van de financiële markten.

# Waarschijnlijkheid scenario's

## Alle drie scenario's plausibel

Aan de hand van een aantal grafieken kan nader worden gekeken naar de waarschijnlijkheid van de hiervoor beschreven scenario's. Op dit moment zijn er verschillende factoren te identificeren, die alle drie scenario's relevant en plausibel maken.

### Consolidatiescenario

*Zwakke binnenlandse vraag, gering vertrouwen, sterke euro en beperkte budgettaire speelruimte zouden op een consolidatiescenario kunnen wijzen.*

De risico's dat wij in een consolidatiescenario belanden lijken op dit moment groot. Eerste tekenen, dat een dergelijk scenario zich zou kunnen manifesteren, zijn bijvoorbeeld de sinds twee jaar ingezette krimp van de Europese investeringen, een broos vertrouwensklimaat en een consument die de hand op de knip houdt. Ook de appreciatie van de euro ten opzichte van de dollar in de eerste helft van 2003, alsmede de beperkte budgettaire speelruimte voor Europese beleidsmakers vormen een rem op de inflatie en de economische groei.

### Volatiliteitsscenario

*Uitprijzen van deflatie-angst en verslechtering van Europese overheidsfinanciën zouden tot een sterke stijging van de lange rente kunnen leiden.*

Hoewel de deflatoire risico's zijn toegenomen, bestaat er een gereede kans dat de huidige angst voor deflatie ongegrond is en slechts een 'hype' op de financiële markten blijkt te zijn. De Europese inflatie ligt rond 2% en de olieprijs zijn ondanks de laagconjunctuur hoog. Indien marktpartijen deflatie weer 'uitprijzen' zou de bubbel op de Europese obligatiemarkt kunnen barsten, hetgeen een scherpe stijging van de rente tot gevolg zou hebben. Sinds medio dit jaar is de rente alweer gestegen. De huidige verslechtering van de Europese overheidsfinanciën zou eveneens tot opwaartse druk op de lange rente kunnen leiden. Bovendien is de kans aanwezig dat de financiële onevenwichtigheden, die in de jaren '90 zijn ontstaan, onvoldoende worden afgebouwd en problemen nog verder naar de toekomst worden doorgeschoven.

### Dynamiekscenario

*Afnemende invloed van vakbonden vormt goede basis voor het doorvoeren van hervormingen. Ook de gezondere waardering van aandelen, de lage rente en de hogere productiviteitsgroei kunnen als positief worden bestempeld.*

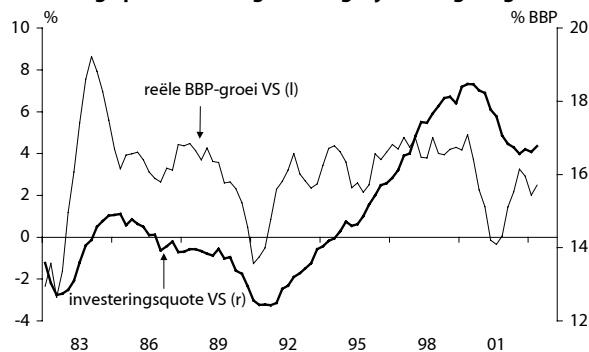
De daadkracht en de ruimte om hervormingen in Europa door te voeren lijken langzamerhand groter te worden. Zo lijken (voorheen invloedrijke) vakbonden zoals de Duitse vakbond IG Metall mede door de aanhoudend hoge werkloosheid aan politieke kracht in te boeten. Zelfs in Frankrijk, waar hervorming van het pensioenstelsel jarenlang onbespreekbaar was, is nu een plan door het Parlement goedgekeurd om de gemiddelde pensioenleeftijd op te trekken. Andere signalen die kunnen wijzen op een dynamiekscenario zijn de gezondere koers/winstverhoudingen van Europese aandelen, de lage rente als ondersteunende factor en de aantrekkende productiviteitsgroei. Ook het groeiende West-Europese aandeel in directe investeringen in Oost-Europa belooft veel goeds.

### Conclusie

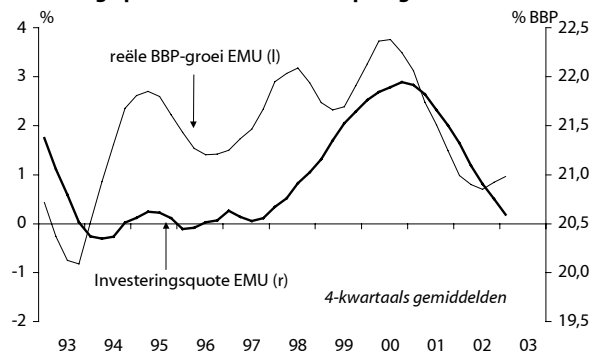
Voor alle drie scenario's kunnen indicatoren worden gevonden om hun waarschijnlijkheid te onderbouwen. Dit maakt ook duidelijk hoe moeilijk het is om de rente te voorspellen. Belangrijker is dan ook om na te denken over de impact van de scenario's en het te voeren beleid indien een (of meerdere) van deze scenario's werkelijkheid zou (den) worden.

# Consolidatiescenario

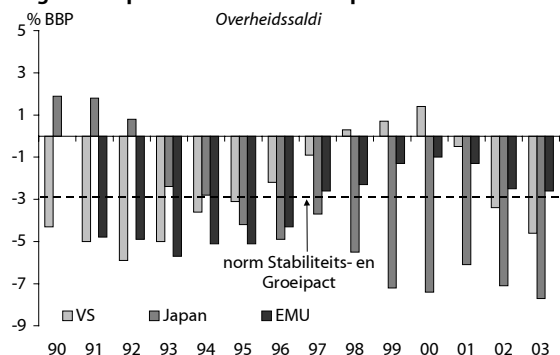
**Investeringsquote VS: terug naar begin jaren negentig?**



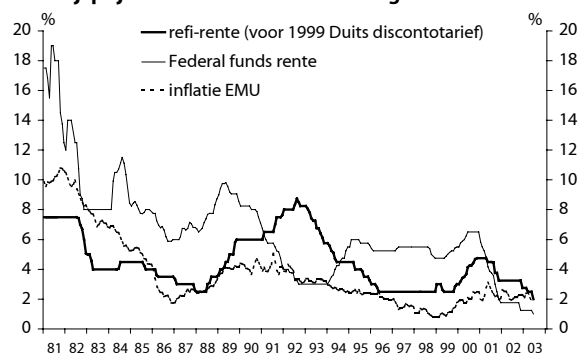
**Investeringsquote EMU: stabilisatie op laag niveau?**



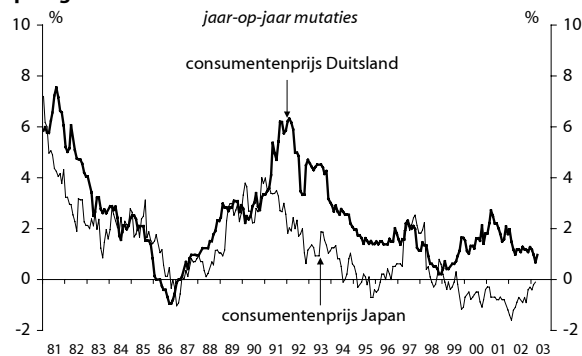
**Budgettaire speelruimte in EMU is beperkt ...**



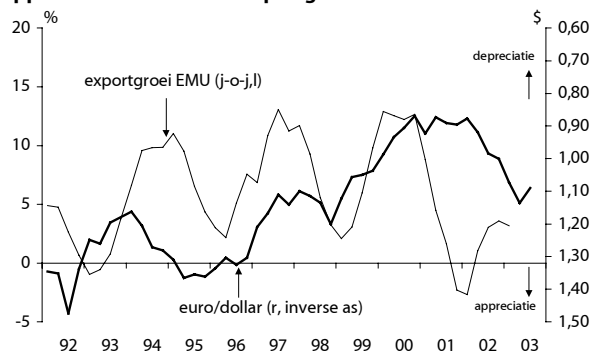
**... terwijl prijsstabiliteit voor de ECB heilig is**



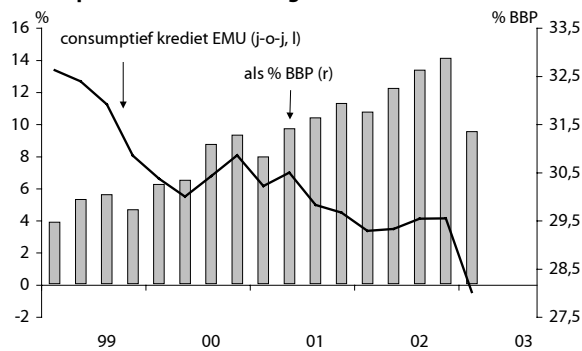
**Op weg naar deflatie?**



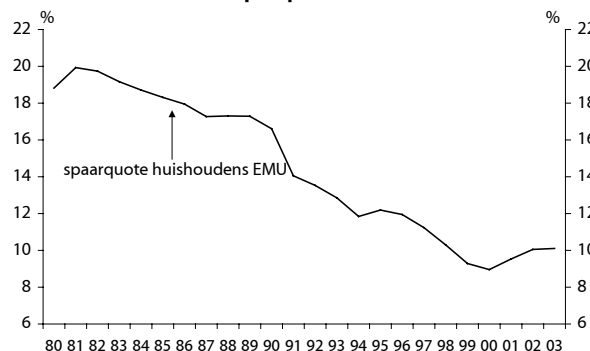
**Appreciatie euro remt de exportgroei en inflatie**



**Consumptieve kredietverlening zakt in**

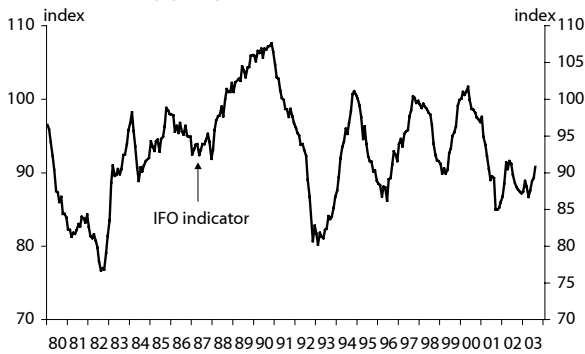


**Huishoudens vullen hun spaarpot weer aan**

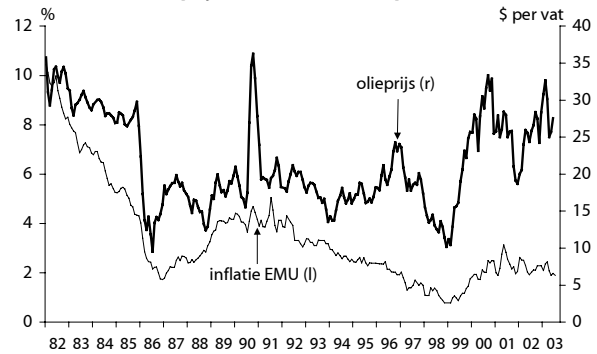


# Volatiliteitsscenario

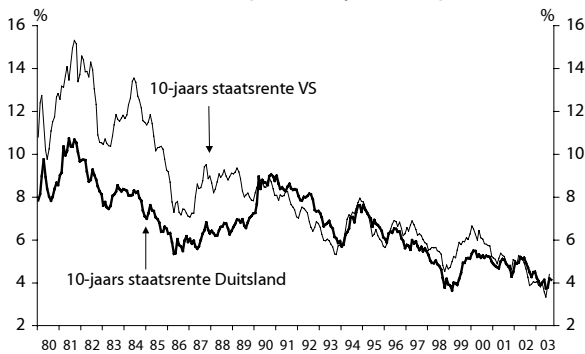
**Vertrouwen is erg grillig**



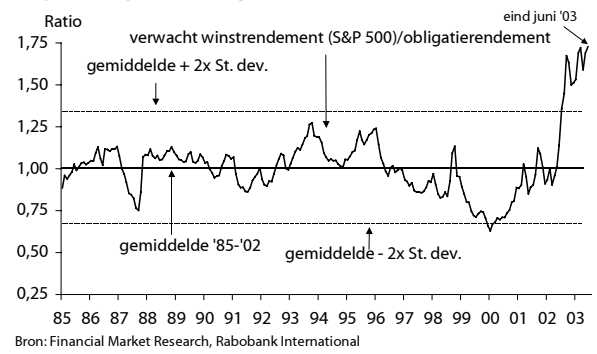
**Ook inflatie en olieprijs vertonen volatiel patroon**



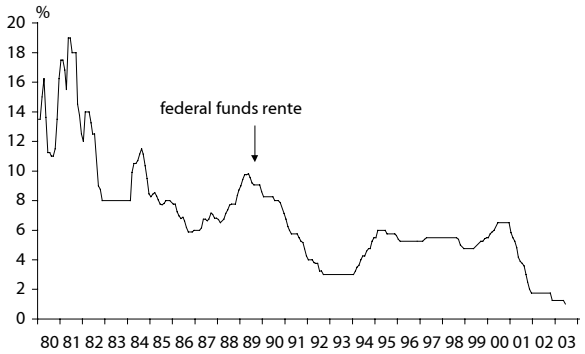
**Sterke fluctuaties in de lange rente zijn niet ongewoon**



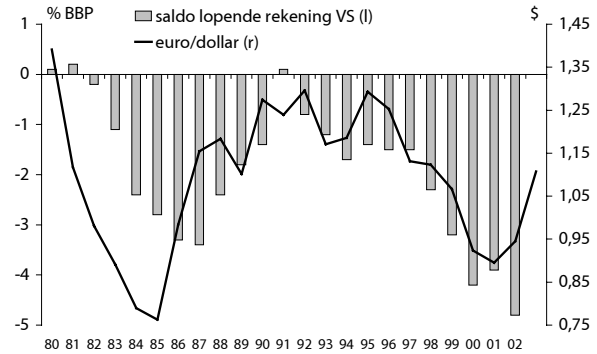
**Obligaties erg duur ten opzichte van aandelen**



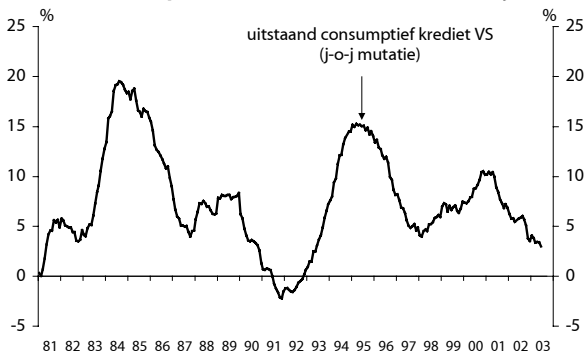
**Kunstmatig ruim monetair beleid VS: creatie nieuwe bubbel?**



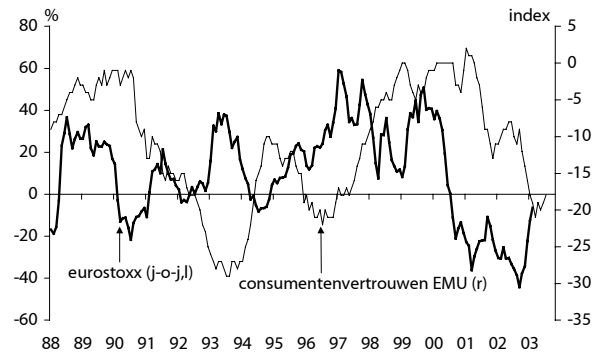
**De euro/dollarkoers: vergelijking met jaren '80**



**Uitstaand consumptief krediet fluctueert sterk in de tijd**



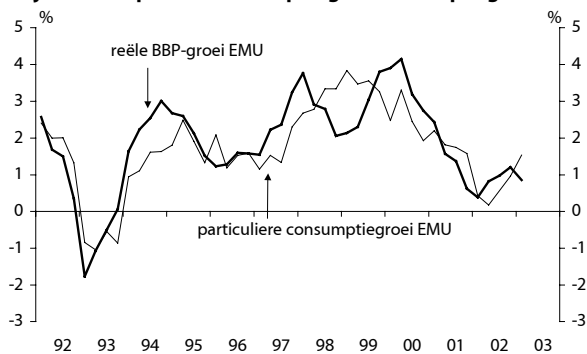
**Consumentenvertrouwen daalt met aandelenkoersen**



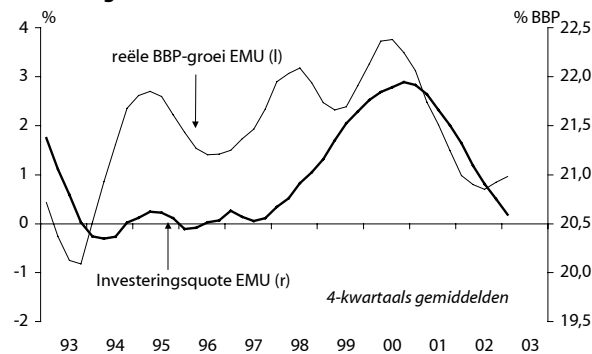


# Dynamiekscenario

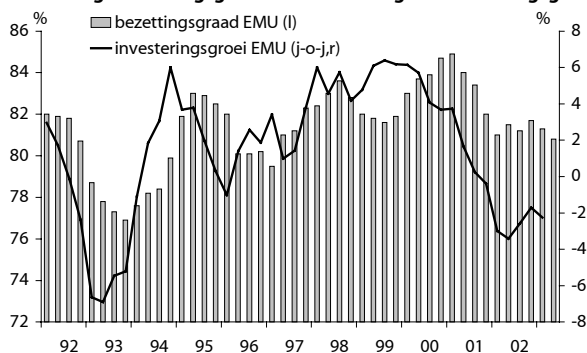
**Conjunctureel patroon duidt op hogere consumptiegroei**



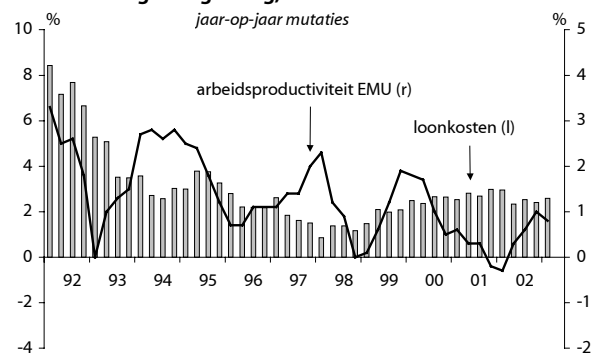
**Reële BBP-groei trekt weer licht aan**



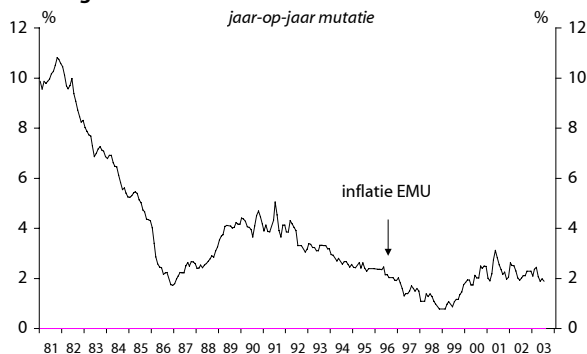
**Relatief hoge bezettingsgraad: basis voor hogere investeringsgroei**



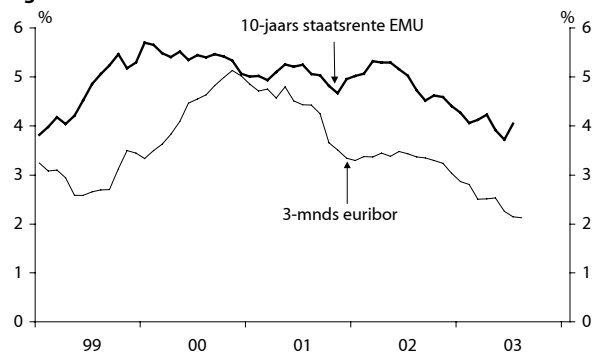
**Productiviteit groeit gestaag, loonkosten relatief stabiel**



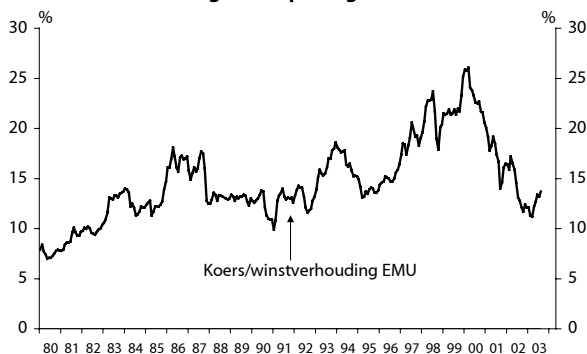
**Het eurogebied kent een relatief stabiel inflatieklimaat**



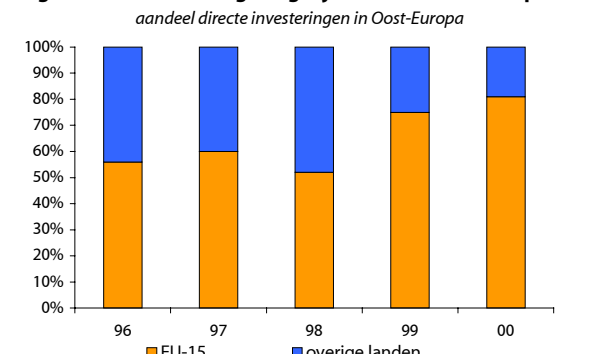
**Lage rente vormt stimulerende factor**



**Koers/winstverhouding weer op een gezond niveau**



**EU: groeiende investeringsmogelijkheden in Oost-Europa**



Bron: Eurostat

# Totstandkoming scenario's

---

*Interviews en workshop hebben gediend als input voor de scenario's*

De verschillende toekomstbeelden zijn mede tot stand gekomen aan de hand van interviews met diverse personen binnen de Rabobank Groep. In deze interviews is met name ingegaan op mogelijke scenario's en de bepalende factoren en/of onzekerheden die spelen binnen deze scenario's. Parallel aan de interviews heeft er een analyse plaatsgevonden van de rentebepalende factoren en is er een studie gedaan naar perioden in de twintigste eeuw waarin zich specifieke rentebewegingen hebben voorgedaan naar aanleiding van bepaalde gebeurtenissen.

Vervolgens is in een workshop met verschillende personen uit de Rabobank Groep een beeld gevormd over de wijze waarop verschillende trends, rentebepalende factoren en onzekerheden zich tot elkaar verhouden. Tevens is in deze workshop bepaald welke scenario's voor de Rabobank Groep leiden tot nieuwe inzichten en daarnaast relevant en plausibel zijn.

De interviews, analyses en de uitkomsten van de workshop hebben gediend als input voor de scenario's *consolidatie, volatiliteit en dynamiek*.

Onze dank gaat uit naar alle deelnemers die meewerkten aan de totstandkoming van deze scenario's.

Mw. drs. L.M.B. Arntz, Corporate Clients  
Dhr. drs. T. Berenst, Centrale Thesaurie  
Dhr. prof. Dr. Ir. A. Bruggink, Control Rabobank Groep  
Dhr. dr. J.J. van Duijn, Robeco Group  
Dhr. drs. P.C.A.M. Emmen, CRG Quantitative Risk Management  
Dhr. W.L.A. Goes, Stafgroep Economisch Onderzoek  
Dhr. drs. Ph.J. Idenburg MSc., Stafgroep Strategie  
Dhr. drs. B.J. Kruiemel, Robeco Group  
Dhr. drs. R.A. van Maldegem RC, PME Financieren  
Dhr. drs. Ing. D.D.M. Mogendorff, Stafgroep Strategie  
Mw. drs. J.T. Noordenbos, Stafgroep Economisch Onderzoek  
Dhr. J.A. de Roo RA, Directeuren ABB  
Dhr. C.L.A. van Roover, Control & Organisatie ABB  
Dhr. ir. P.A. de Ruijter, De Ruijter Management  
Dhr. drs. R.C.N. Scholten, Rabo Securities  
Dhr. drs. M.J.M. Smolders, CABB Business Control  
Dhr. ir. K.J. Teule RA, Stafgroep Strategie  
Dhr. drs. P.L.M van de Ven MFE, Stafgroep Economisch Onderzoek  
Dhr. drs. H. Versluis, Stafgroep Economisch Onderzoek  
Dhr. W. Wagner, Rabobank Nederland Tokyo Branch  
Dhr. drs. B.G.J. Walschots, Financial Market Research  
Dhr. drs. P.N. Wijn, Robeco Group  
Dhr. W.J. Zentjens, Marktmanagement Marketing Intelligence



## Colofon

<b>Opdracht</b>	Verkenning van mogelijke rente-ontwikkelingen en hun implicaties tussen 2003 en 2010 in drie scenario's.  Onderdeel van 'Oog voor de Toekomst'
<b>Onderzoekperiode</b>	Januari 2003 – Juni 2003
<b>Opdrachtgever</b>	Rabobank Nederland
<b>Projectleiders</b>	Drs. Ph.J. Idenburg MSc, Stafgroep Strategie Drs. P.L.M. van de Ven MFE, Stafgroep Economisch Onderzoek
<b>Projectteam</b>	Drs. Ph.J. Idenburg MSc., Stafgroep Strategie Drs. Ing. D.D.M. Mogendorff, Stafgroep Strategie Drs. J.T. Noordenbos, Stafgroep Economisch Onderzoek Ir. K.J. Teule RA, Stafgroep Strategie Drs. P.L.M. van de Ven MFE, Stafgroep Economisch Onderzoek Drs. H. Versluis, Stafgroep Economisch Onderzoek
<b>Externe begeleiding</b>	De Ruijter Management, Amsterdam Ir. P.A. de Ruijter A.N.G. Janssen
<b>Contactadres</b>	Drs. P.L.M. van de Ven MFE, tel.: 030-2162629
<b>Status</b>	Dit rapport bevat geen voorspellingen en geen beleid. Deze verkenning vertegenwoordigt niet de mening van de Rabobank.  Niets uit deze uitgave mag worden vermenigvuldigd en/of openbaar worden gemaakt door middel van druk, fotokopie of op welke andere wijze ook, zonder voorafgaande toestemming van het projectmanagement

## Rabobank Nederland Stafgroep Economisch Onderzoek

Postbus 17100, UC P515  
3500 HG Utrecht  
Tel +31 30 216 26 66  
Fax +31 30 216 1930