

De marktberichten van agrarische producten en grondstoffen staan wekelijks in de krant. Maar hoe ontwikkelt de markt zich op de middellange termijn? Welke indicatoren moet de melkveehouder in het vizier houden? Deze editie van rubriek 'Markt' gaat over kapitaal.

Welke renteprognose je ook leest, elke econoom stelt dat de rente op dit moment historisch laag is. Het is een realiteit waar ondernemers gevaarlijk snel aan wennen, want de stand van de huidige geld- en kapitaalmarkt is zeer ongewoon. 'Elke student economie leert de stelregel dat de rentestand doorgaans een optelsom is van de economische groei enerzijds en de inflatie anderzijds. Als ik die stelregel toepas op de huidige economie, dan klopt dat redelijk. De inflatie schommelt rond de tweeënhalf procent, terwijl de economische groei min of meer nul procent is. De tienjaarsrente ligt nu iets boven de twee procent en is daarmee dus in balans. Op de middellange termijn is dit echter niet houdbaar', legt Edin Mujagić, rentespecialist bij DCA en auteur van het boek 'Geldmoord', uit.

Nu de economie in de eurozone langzaam uit het dal opkrabbelt, zal er ook in Nederland op enig moment weer groei ontstaan. Mujagić verwacht dat Nederland binnen twee tot drie jaar weer kan uitkomen op een economische groei van anderhalf tot twee procent. 'Alleen al bij een gelijkblijvende inflatie komt de rente dan uit op vier tot vierenhalf procent. Met het normaliseren van de economie zal ook de rente normaliseren. Met name voor jonge ondernemers is dat schrikken. Zij zijn niet gewend aan deze renteniveaus.'

### Overschot aan geld

Melkveehouders die overwegen de rente voor lange tijd vast te zetten adviseert Mujagić dat nu te doen, nu de rente nog laag is (figuur 1). Voor het beoordelen van de kapitaalmarkt is het van belang om twee zaken

Met het 'normaliseren' van de economie zal ook de rente op vreemd vermogen weer gaan stijgen

# Abnormale tijd op de kapitaalmarkt

De inflatie, de werkloosheid en het herstel van economische groei zijn de belangrijkste indicatoren voor de langetermijnrente. Rentespecialist Edin Mujagić voorziet dat die rente binnen twee tot drie jaar weer uitkomt op vier à vierenhalf procent. Zolang de Europese Centrale Bank geld in de economie pompt, blijft de rente laag.

tekst Tijmen van Zessen

goed voor ogen te houden, zo stelt hij. 'De kapitaalmarkt, de lange rente, is voor een groot deel afhankelijk van de ontwikkelingen en de besluiten in de Verenigde Staten. Als daar de rente stijgt, gaan de rentes in Europa mee omhoog.' Omdat de Amerikaanse economie sneller herstelt dan de Europese, ontstaat de gevaarlijke situatie dat de economische groei hier nog laag is, maar dat de rente al wel oploopt.

Toch zal het zo'n vaart niet lopen, meent de rentespecialist. 'Zolang de Amerikaanse centrale bank, de Fed, op grote schaal geldpapier – obligaties – opkoopt, zal de rente niet veel stijgen. Want het opkopen van obligaties zorgt voor een groter aanbod van vreemd vermogen. Sinds 2009 is er voor ten minste drieduizend miljard aan obligaties gekocht door de Fed, dat is zes keer de omvang van de Nederlandse economie.' Er is zelfs zo veel geld in de markt dat de interbancaire rentes (zoals de driemaandse Euribor) lager zijn dan de beleidsrente van de Europese Centrale Bank (ECB).

Het royale aankoopbeleid van centrale banken heeft volgens Mujagić een verstoringseffect op de kapitaalmarkt. Hij verwijst naar de geschiedenis, naar jaren waarin het massaal geld in de economie pompen een verlamrend effect had op economische groei. 'Een overschot aan geld wakkert de inflatie aan. De centrale banken zullen daarom een keer stoppen met het aankopen van geldpapier. We leven nu in abnormale tijden.'

Nico Klene, macro-econoom bij ABN Amro refereert ook aan de bijzondere omstandigheden op de financiële markten. 'Het beleid van centrale banken bracht veel rust op de kapitaalmarkt. Het heeft een drukkend effect gehad op de rentes en stimuleerde daarmee de economie. Nu het herstel van de economie in zicht is, zal de Fed het opkopen van obligaties gaan terugschroeven.'

### Korte rente stabiel tot 2015

De timing van het besluit ligt echter gevoelig. Geruchten over het afbouwen van de aankoop van obligaties door de

## Amerikaanse banken vullen reserves niet via opslagen aan

Vorig jaar vertelde de Amerikaanse bankier Cory Ramsey in deze rubriek dat zijn Amarillo National Bank nog altijd zaken deed met melkveehouders, in tegenstelling tot veel concurrerende banken. Door de bankencrisis van 2008 en de lage melkprijzen

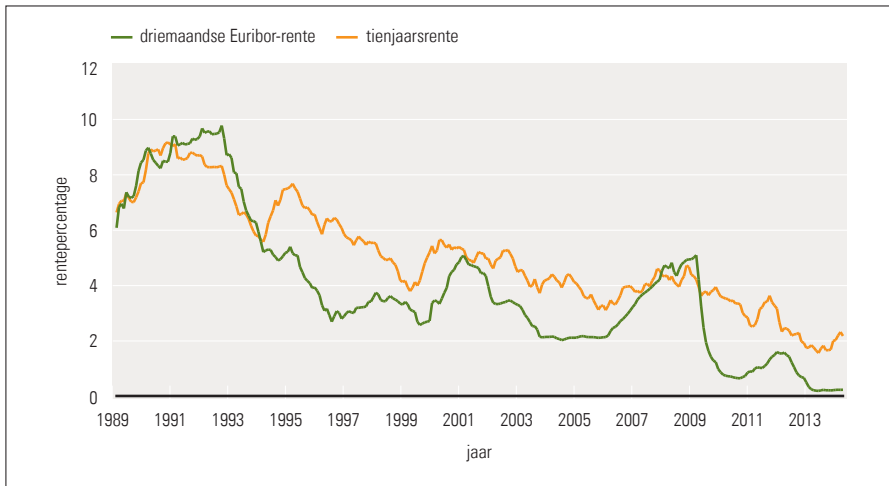
van 2009 trokken diverse banken zich terug uit de melkveehouderij. Inmiddels is de rust enigszins weergekeerd in het Amerikaanse bankenlandschap. 'Hoewel de korte rente niet substantieel is veranderd, zien we nu een voorzichtig oplopende tienjaarsrente.

Desalniettemin is de rente historisch gezien nog steeds laag', zegt Ramsey nu. Het via opslagen ophogen van de rente is in Amerika nauwelijks aan de orde. 'Amerikaanse banken gebruiken hun eigen vermogen en hebben daarnaast een reserve bij de nationale bank.'

Melkveehouder  
Gerben Iemhoff, Radewijk

'Banken willen nu alle risico's uitsluiten, maar hebben zelf juist jarenlang veel risico genomen. Ik vraag me af of het eerlijk is dat wij daar nu in korte tijd voor moeten opdraaien via het betalen van een vermogensopslag. In mijn ogen komt het erop neer dat de klant de rotzooi van de bank kan opruimen. Het kan wel zo zijn dat Europese afspraken de banken ertoe dwingen om vermogensopslagen door te berekenen, maar het blijft onterecht. Zeker in de grondgebonden landbouw, waar het eigen vermogen groot is, loopt een bank weinig risico.'

'De lage rente is voor mij geen reden op zich om te investeren. Wel is het nu denk ik verstandig om de rente voor drie jaar vast te zetten. Niet langer, want niemand kan vooruitkijken. Wie zegt mij dat het herstel van de economie werkelijk doorzet?'



Figuur 1 – Renteontwikkeling voor driemaandse Euribor-rente en voor tienjaarsrente (bron: ABN Amro)

Amerikaanse centrale bank, leidde er deze zomer toe dat de Duitse tienjaars-rente steeg van 1,25 procent tot twee procent. In juli temperde ECB-president Mario Draghi de marktverwachtingen door te stellen dat de belangrijkste rentes van de ECB geruime tijd op het huidige of een lager niveau zullen blijven. De stijgende rente kwam daarmee tot stilstand. Klene: 'De markt reageerde vrij heftig. Het terugschroeven van de aankoop van obligaties door de Fed betekent namelijk nog niet dat de Fed (of de ECB) direct de beleidsrente verhoogt. Daar gaat enige tijd overheen. Met name de inflatie en de werkloosheid zijn indicatoren voor de lange rente. Wij denken dat de lange rente weer zal gaan stijgen wanneer de economie in de eurozone volgend jaar aan kracht wint.'

De rente op de geldmarkt, de korte ren-

te, zal volgens Klene pas begin 2015 gaan stijgen. In die periode lopen namelijk de driejaarsleningen van de ECB af waarop de banken eind 2011 en begin 2012 onbepaald hebben kunnen inschrijven. Voor melkveehouders met een – gedeeltelijke – Euribor-lening betekent dit dus goed nieuws, in elk geval tot 2015.

### Andere stemming

De uiteindelijke rente die melkveehouders aan de bank afdragen, bestaat niet alleen uit marktrente. Een belangrijk deel bestaat uit liquiditeitsopslag en vermogensopslag. De liquiditeitsopslag is hoger naarmate het risico voor de bank op het niet terugzien van de lening groter wordt. Klene: 'Nu de economie oprabbelt en het vertrouwen in de economie herstelt, kan ik me voorstellen dat de liquiditeitsopslagen afnemen,

maar of dat per saldo leidt tot lagere rentelasten durf ik niet te zeggen.'

De vermogensopslag is een opslag die ook verband houdt met Europese regels. Die schrijven voor dat banken voortaan voldoende eigen kapitaal moeten bezitten om tegenvallers zoals eerder dit jaar op Cyprus op te vangen. Edin Mujagić sprak met landbouwers die dit niet eerlijk vinden. 'Het eigen vermogen in de landbouw is vaak groot en de resultaten goed, dus banken lopen weinig risico op een lening in de landbouw. Banken hebben echter het recht om deze opslag door te berekenen.' Pas op het moment dat boeren door de vermogensopslag failliet gaan, zal er volgens Mujagić een vorm van maatschappelijke weerstand tegen de opslag ontstaan. 'De stemming bij banken is veranderd. Banken willen alle risico's uitsluiten en niet de fout herhalen van te makkelijk geld uitlenen, zoals vóór de crisis is gebeurd.'

