DE EXPERT AAN HET WOORD

Centrale banken, iets dichter bij de sterren

De analyse van Florent Wabont

HOOFDECONOOM BIJ DNCA FINANCE. OPGESTELD OP 24/09/2026, GEGEVEN OP 24/09/2026.



Florent Wabont

Hoewel de recente synchronie van de centrale banken ons slechts schijn lijkt (cf. onze vorige 'De expert aan het woord'), is het een gezamenlijk zoeken van iedereen, dat min of meer expliciet wordt nagestreefd en een bijna filosofisch karakter heeft: dat van de neutrale rentevoet r[1]* (r-star of r-ster). Wat is de definitie en het belang van dit concept? En waarom is het van het grootste belang om ons hierin (opnieuw) te interesseren, op een moment dat verschillende centrale banken hun beleidsrente optrekken?

Sinds de zeventiende eeuw hebben economen en universiteitsonderzoekers voortdurend het vraagstuk van de 'neutrale rente' bestudeerd. Het geeft de rente aan die sparen en beleggen in evenwicht moet brengen. Die de activiteit en de inflatie niet stimuleert of afkoelt. Het 'optimale' niveau zodat een economie kan groeien naar haar potentieel. Dit percentage is per definitie niet waarneembaar en er wordt een arsenaal aan statistische modellen gebruikt in een poging dit in te schatten. Voor de centrale banken kan met dit begrip een onderscheid worden gemaakt tussen een accommoderend monetair beleid wanneer de beleidsrente r lager is dan r*, en een restrictief beleid waarbij r hoger zou zijn dan r*.

Daarom moeten de determinanten ervan worden geanalyseerd.

Sinds het einde van de jaren 1980 is r* in de ontwikkelde economieën voortdurend gedaald, en er zijn verschillende theorieën die dit fenomeen helpen te verklaren. Een van de meest populaire, bedacht door Ben Bernanke[2], concludeert dat er sprake is van een wereldwijd onevenwicht als gevolg van overtollige spaargelden, met name in de opkomende landen, belegd in veilige activa zoals Amerikaans schatkistpapier[3], en een investeringstekort.

Daarbij komen nog de trendmatige vertraging van de groei, de productiviteit en de inflatie, de schuldafbouw na de crisis van 2008 en de tertiarisering van onze economieën.

Sinds de COVID-19-pandemie pleit de combinatie van verschillende factoren daarentegen voor het ombuigen van deze trend. Het macro-economische klimaat is een nieuw tijdperk ingegaan, dat wordt gekenmerkt door verschillende vormen van 'conflicten'. Conflict in de eigenlijke zin van het woord, met het opnieuw opduiken van het geopolitieke risico en het blootleggen van enkele van onze kwetsbaarheden. Maar ook technologische oorlogsvoering, in het verlengde van de ontwikkeling van artificiële intelligentie, waaruit een competitie om kapitaal voortvloeit. De demografische uitdagingen plaatsen generaties tegenover elkaar en stellen de sociale modellen in vraag. De strijd tegen de klimaatontregeling en de daarmee gepaard gaande noodzakelijke aanpassing. Een bijkomende bouwsteen is de mogelijke krachtmeting tussen centrale banken die de inflatie willen bestrijden en staten met hoge tekorten of een expansief begrotingsbeleid. Ten slotte is er een verdeelconflict tussen arbeid en kapitaal, dat zich sinds enkele jaren manifesteert in bepaalde electorale dynamieken. Ondanks de soms dubbelzinnige economische gevolgen geven deze evoluties een meer volatiel macro-economisch stelsel aan, met meer kapitaal en behoefte aan investeringen en structureel meer inflatie.

Hoewel de centrale banken zich verzetten tegen het blindelings gebruiken van de neutrale rente[4] als kompas, verwijzen ze er vaak naar. Zonder het echter formeel vast te stellen, geeft de Fed (Federal Reserve van de Verenigde Staten) ons een benadering via de zogenaamde

[1]Theoretische reële rente die verenigbaar is met een economie op haar evenwichtsniveau, zonder de activiteit te stimuleren of af te remmen en zonder inflatoire of desinflatoire druk te genereren.
[2]Voorzitter van de Fed (Federal Reserve van de Verenigde Staten) van 2006 tot 2014.
[3]Schuldpapier uitgegeven door de regering van de Verenigde Staten om haar financieringsbehoeften te dekken.
[4]Het gaat hier om de nominale neutrale rente, die voortvloeit uit de optelling van de neutrale reële rente en de inflatiedoelstelling van 2%.

langetermijndots[5], die onlangs werden opgetrokken tot 3,2% in haar kwartaalprognoses van september, een stijging ten opzichte van de 2,5% die in december 2019 werd opgetekend. Kevin Warsh[6] is zeer kritisch over het gebruik ervan, maar aarzelt niet om in zijn laatste toespraak aan te geven dat hij "wat accommodatie heeft teruggenomen" na de renteverhoging door de Fed. Jerome Powell[7] van zijn kant verwoordde het poëtischer: "met behulp van de sterren navigeren onder een bewolkte hemel"[8]. Sommige invloedrijke leden van de ECB (Europese Centrale Bank) zijn van mening dat de neutrale rente in de eurozone tussen 1,75% en 2,50% ligt, terwijl de Bank of England (BoE) in de simulaties van haar laatste verslag over het monetaire beleid de neutraliteitsdrempel op 3% schat. De publicaties van de Bank van Japan (BoJ) houden dan weer vast aan een schattingsdrempel van ~1% tot 2,5%. Meer algemeen en hoewel de verkregen resultaten heterogeen zijn, lijken de wiskundige modellen wel degelijk te wijzen op een recente stijging van de neutrale rente.

Bij nader inzien lijkt de ECB met 2,50% voor haar depositorente in de buurt van een evenwicht te zitten. De BoE, die haar rentevoeten sinds het begin van het jaar ongewijzigd liet op 3,75%, zit iets hoger. De BoJ blijft met 1,25% haar eigen koers varen, verschillend van de andere centrale banken.

Maar de neutraliteit wordt ook getoetst aan de feiten, en aan de doorwerking van het monetair beleid in de economie. De publicatie van de PMI's[9] van september is hier een goed voorbeeld van. Volgens de resultaten van deze enquêtes is de activiteit in de eurozone in de loop van de maand gestaag gegroeid, met name dankzij het door Duitsland geboden momentum. De inflatiedruk is weliswaar toegenomen door de stijging van de energieprijzen, maar een bredere verspreiding blijft moeilijk te voorzien, met name via de lonen in een context waarin de voorlopende werkgelegenheidsindicatoren geen sterk signaal van herstel vertonen. Deze omgeving zou de ECB en haar leden, die voorstander zijn van een hardere lijn, ertoe kunnen aanzetten om in oktober of december een bijkomende renteverhoging door te voeren, gerechtvaardigd door een veerkrachtige groei ondanks de energieschok en door de vrees voor tweederonde-effecten[10] op de inflatie. Een nog sterkere groei, gekoppeld aan een echte verspreiding van de inflatoire druk, wat we in dit stadium nog steeds niet verwachten, zou echter noodzakelijk zijn om de drempel van 2,75% te overschrijden, die reeds als 'gematigd restrictief' wordt bestempeld. We moeten ook kijken naar de effecten van de recente stijging van de overheidsrendementen op het gedrag van gezinnen en bedrijven. Het pleit ook om te anticiperen op verder afgelegen en meer gematigde renteverlagingen, zolang de situatie blijft duren.

In het Verenigd Koninkrijk zou de zwakke activiteit in september het idee van een langdurige status quo moeten ondersteunen. De handhaving van de energieprijzen op een hoog niveau zou de BoE er echter toe kunnen aanzetten om de rente in november op te trekken uit vrees voor tweederonde-effecten.

In de Verenigde Staten ten slotte deden de economische groei en de werkgelegenheidsindicatoren het zelden zo goed, zoals uit de commentaren bij de publicatie van de PMI-enquêtes. De inflatiedruk door het opnieuw versnellen van de loonstijging wordt eveneens vermeld. Voorzichtigheid is geboden en er zullen nog andere datapunten nodig zijn om hier zeker van te zijn, maar we merken op dat deze resultaten kaderen binnen een trend die sinds enkele maanden is vastgesteld, te oordelen naar andere indicatoren. Deze configuratie geeft dus steun aan de uitspraken van Kevin Warsh, die een nog steeds accommoderend monetair beleid voorstelt en ze voedt minstens het vooruitzicht van een terugkeer naar de situatie van voor de drie renteverlagingen in 2025, d.i. een beleidsrente van 4,50% aan de bovenkant van de vork …

Het zoeken naar de neutrale rente is fascinerend omdat het zowel een intellectuele uitdaging als een droombeeld betreft. De centrale bankiers werken op de tast en leren al doende. Net zoals de waarneming van sterren aan de hemel het beeld van deze hemellichamen uit het verleden weergeeft, beoordelen de centrale banken parameters met een onzekere locatie, waardoor ze soms door de sterren worden misleid in plaats van geleid …

Dit document vormt geen inschrijvingsaanbod en geen beleggingsadvies. De uiteengezette meningen weerspiegelen die van het beheerteam en kunnen in de loop van de tijd veranderen.

Meer informatie op dnca-investments.com.

[5]Anonieme vooruitzichten van het niveau van de beleidsrente door elk van de leden van de Fed, met inbegrip van de niet-stemmers.
[6]Huidige voorzitter van de Fed (Federal Reserve van de Verenigde Staten).
[7]Voorzitter van de Fed (Federal Reserve van de Verenigde Staten) van februari 2018 tot mei 2026.
[8] "*We are navigating by the stars under cloudy skies*".
[9]Purchasing Managers' Index: indicator die de evolutie van de economische activiteit meet op basis van enquêtes onder bedrijven.
[10]Aanhoudende verspreiding van prijsstijgingen naar de lonen en vervolgens naar de hele economie.

WAARSCHUWING

Het document bevat de meningen van DNCA Finance die niet mogen worden geïnterpreteerd als aanbevelingen om te kopen en te verkopen. Dit document vormt noch een financiële analyse, noch een beleggingsaanbeveling vanwege DNCA Finance. De hier voorgestelde analyses kaderen niet in de wettelijke voorschriften ter bevordering van de onafhankelijkheid van onderzoek op beleggingsgebied en zijn niet onderworpen aan enig verbod op de uitvoering van transacties door DNCA Finance vóór de verspreiding van dit document. Er kan dus een belangenconflict bestaan als gevolg van beleggingen of desinvesteringen door de portefeuilles of fondsen die door DNCA Finance worden beheerd in verband met de waarde waarop de financiële analyses betrekking hebben.

De vernoemde posities zijn die van het beheerteam en kunnen mettertijd veranderen.

Tekst voltooid op 24.09.2026.

DNCA FINANCE
19 PLACE VENDÔME | 75001 PARIJS | +33 (0)1 58 62 55 00 | DNCA-INVESTMENTS.COM

Beheermaatschappij erkend door de Autorité des Marchés Financiers onder het nummer GP 00-030 op 18 augustus 2000. Niet-onafhankelijk beleggingsadviseur in de zin van Richtlijn MIFID II. DNCA Investments is een merknaam van DNCA Finance.

DNCA Finance Luxemburg | 1 place d'Armes | L-1136 Luxemburg | +352 28 48 01 55 23

DNCA Finance Italie | Via Dante 9, 20123 Milaan | +39 02 00 62 281

DNCA Finance Spanje | Paseo de Recoletos 37-41 5a Madrid 28004 |

DNCA Finance België | Montoyerstraat 14, 1000 Brussel |

BELEGGEN OP DE FINANCIËLE MARKTEN HOUDT RISICO'S IN, MET NAME:

- Risico op **kapitaalverlies**,
- **Aandelenrisico: bij een daling van de aandelenmarkten kan de waarde van een financieel instrument dalen,**
- **Renterisico: het renterisico vertaalt zich in een daling van de waarde van het financiële instrument in geval van renteschommelingen,**
- **Kredietrisico: het kredietrisico verwijst naar het risico dat de emittent niet in staat zou zijn om zijn verplichtingen na te komen,**
- **Wisselrisico**: dit houdt verband met de blootstelling aan een andere munt dan de referentiemunt van het compartiment.

DNCA INVESTMENTS