



Conjuncturele voorspoed, hoe lang nog?

Auteur(s):

De Nederlandsche Bank

Verschenen in:

ESB, 83e jaargang, nr. 4135, pagina 45, 16 januari 1998

Rubriek:

Monitor

Trefwoord(en):

conjunctuurindicator

De DNB-conjunctuurindicator stijgt nog steeds, maar de ontwikkeling van de lange en de korte rente wijst op een mogelijke daling na dit jaar.

De volume-ontwikkeling van het bbp bevindt zich in Nederland ondanks de negatieve effecten van de varkenspest voor het tweede achtereenvolgende jaar op een internationaal gezien bovengemiddeld niveau. Volgens de DNB-conjunctuurindicator, die ditmaal vooruitblik tot en met maart 1998, houdt de conjuncturele voorspoed, althans op korte termijn, stand. Met name twee deelindicatoren dragen bij aan de stijgende lijn van de DNB-indicator, te weten de IFO-conjunctuurindicator voor de Duitse industrie en de met de consumentenprijsindex gedefleerde groei van de primaire liquiditeitsmassa voor Nederland (m1).

De reële m1-groei, een doorgaans betrouwbare conjunctuurbarometer, blijkt overigens verder vooruit dan de samengestelde indicator. Het beloop van de reële primaire liquiditeitsmassa indiceert dat de conjunctuur tegen het eind van dit jaar haar top zal kunnen bereiken. Een andere longleading indicator is de termijnstructuur van de rente. Deze wordt veelal gemeten als het verschil tussen de lange en korte rente. Uit diverse onderzoeken komt de rente termijnstructuur naar voren als een betrouwbare indicator voor de industriële productie met een lead van een à twee jaar, waarbij een afvlakkende termijnstructuur duidt op een aanstaande neergang in de conjunctuurontwikkeling [1](#). [tabel 1](#) laat zien dat de rente-termijnstructuur reeds langere tijd wereldwijd afvlakt, waarbij halverwege 1996 het verschil tussen de lange en korte rente zijn hoogste waarde bereikte. Voor Nederland bevestigt dit beloop van het rente-ecart het beeld van de reële m1-groei, waarbij de conjuncturele ontwikkeling in de loop van 1998 haar top zal bereiken.

Tabel 1. Rente termijnstructuur wereldwijd, verschil tussen lange en korte rente

| | NL | DU | VK | VS | JP |
|---------------|-----|-----|------|-----|-----|
| juni 1996 | 3,6 | 3,3 | 2,2 | 1,4 | 2,7 |
| maart 1997 | 2,5 | 2,5 | 1,2 | 1,1 | 1,9 |
| december 1997 | 1,7 | 1,7 | -1,3 | 0,0 | 1,3 |

In aanvulling op haar functie als conjunctuurbarometer wordt de rente termijnstructuur gebruikt om recessies te voorspellen. Volgens berekeningen van de BIS impliceert een vlakke Amerikaanse renteking met vorig jaar gematigder groeiperspectief voor 1998 op zijn plaats. Genoemd onderzoek toont bovendien aan dat de kans op een recessie bij een omgekeerde rentestructuur snel stijgt. In het Verenigd Koninkrijk is onder invloed van een zestal verhogingen van de base rate reeds sprake van een inverse rentestructuur. Volgens de e termijnstructuur, hetgeen nu actueel is, dat de kans op een recessie binnen een jaar in de VS gelijk is aan circa 40%². Dit lijkt aan de hoge kant, doch in het licht van de Azië-crisis is een in vergelijking met vorig jaar gematigder groeiperspectief voor 1998 op zijn plaats. Genoemd onderzoek toont bovendien aan dat de kans op een recessie bij een omgekeerde rentestructuur snel stijgt. In het Verenigd Koninkrijk is onder invloed van een zestal verhogingen van de base rate reeds sprake van een inverse rentestructuur. Volgens de BIS-studie zou dit betekenen dat er een kans van ruim 40% bestaat op een recessie binnen één jaar. Voor Duitsland geldt dat, hoewel de rentestructuur behoorlijk is afgevlakt, de lange rente nog beduidend boven de korte rente ligt zodat statistisch gezien de kans op een recessie aanmerkelijk lager is. In het licht van de afvlakkende rente-termijnstructuur alsmede de economische crisis waardoor een groot deel van Azië wordt geteisterd, zou echter voorzichtig geconcludeerd kunnen worden dat de economische groei in 1998 niet veel aan kracht zal winnen.

Overigens lijkt de relatie tussen de rente termijnstructuur en de kans op recessies voor landen waar de rentevoeten niet vrij kunnen fluctueren, zoals in Nederland waar de korte rente wordt ingezet als instrument ten behoeve van haar wisselkoersbeleid vis à vis de D-mark, minder betrouwbaar. Desalniettemin geeft het feit dat het verschil tussen de Nederlandse lange en korte rente in 18 maanden tijd meer dan gehalveerd is, een vingerwijzing dat een aanhoudend voorspoedige conjuncturele ontwikkeling niet zonder meer vaststaat.

Conclusie

Wereldwijd was in 1997 met uitzondering van Japan sprake van een florissante (VK en VS) dan wel aantrekkelijke (Duitsland, Frankrijk en Italië) economische ontwikkeling. Hoewel conclusies op basis van één voorlopende reeks met de nodige voorzichtigheid moeten worden

betracht, duidt de ontwikkeling van de rente-termijnstructuur op een naderend einde van de internationale conjuncturele opgang. Tegen de achtergrond van de financiële crisis in Azië is een dergelijke ontwikkeling niet denkbeeldig. Voor Nederland voorziet de DNB-indicator op de korte termijn een voortzetting van het gunstige conjuncturele beeld, doch de rente termijnstructuur en de reële primaire liquiditeitsmassa indiceren dat eind 1998 wellicht het hoogtepunt zal worden bereikt

1 Zie bijvoorbeeld A.C.J. Stokman, Rentestructuur in theorie en empirie, *Maandschrift Economie*, 1991, blz. 114-129.

2 Zie H. Bernard en S. Gerlach, Does the term structure predict recessions? The international evidence, *BIS Working Paper*, 1996, nr. 37.