

## Conjunctuur en rentetermijnstructuur

### Auteur(s):

De Nederlandsche Bank

Deze rubriek wordt maandelijks samengesteld door M.C.J. van Rooij en D.J.V. Hofman van de Nederlandsche Bank.

### Verschenen in:

ESB, 84e jaargang, nr. 4197, pagina 254, 2 april 1999

### Rubriek:

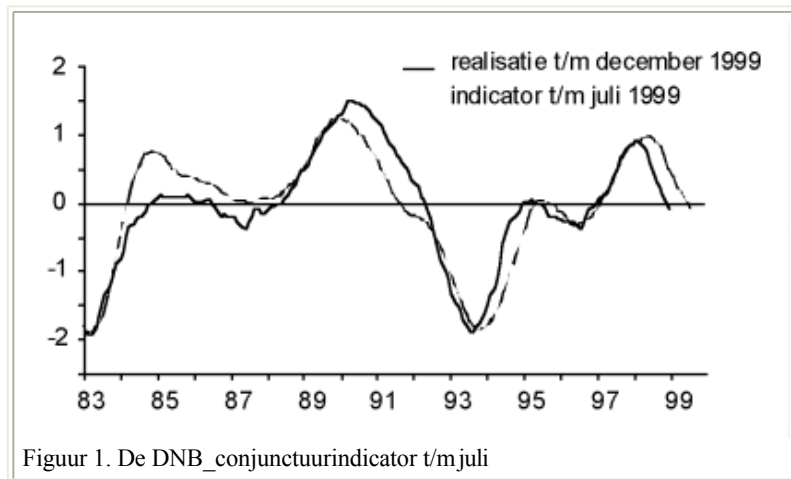
DNB-indicator

### Trefwoord(en):

conjunctuurindicator

*De Nederlandse rentestructuur laat al geruime tijd een afvlakking zien. Is dit de voorbode van een langdurige neergang?*

De DNB-conjunctuurindicator die deze maal vooruitblik tot en met juli laat een voortgezette daling zien ([figuur 1](#)). In de vorige editie van deze rubriek is de vraag opgeworpen hoe scherp de huidige teruggang zal zijn en hoe lang deze aan zal houden. In dit verband werd een vergelijking gemaakt met vorige conjunctuurcycli. Een andere mogelijkheid om informatie te verkrijgen met betrekking tot de duur van de ingezette conjuncturele neergang is door te kijken naar het beloop van die componenten van de indicator die een relatief lange lead kennen.



Figuur 1. De DNB\_conjunctuurindicator t/m juli

Eén component van de DNB-conjunctuurindicator die relatief ver vooruitloopt is de Nederlandse rentetermijnstructuur. De rentestructuur, ook wel aangeduid als de yieldcurve, geeft het verschil weer tussen lange en korte rentetarieven. De Nederlandse rentestructuur in de DNB-indicator is berekend als de rente op de nieuwste tienjaars-staatsobligatie minus de rente op driemaandskasgeld voor de lagere overheid. Een afname van het verschil (de spread) tussen de lange en de korte rente, dat wil zeggen een afvlakking van de rentestructuur, loopt in Nederland in de regel circa 22 maanden vooruit op een daling van de productiegroei. Omgekeerd duidt een versteiling van de rentestructuur op een economische opgang.

Het verband tussen de rentestructuur en de conjunctuur is in Nederland (evenals in bijvoorbeeld de VS) een empirisch gegeven. Doorgaans wordt het verband verklaard uit de veronderstelling dat het niveau van de lange rente in belangrijke mate de verwachtingen van marktpartijen ten aanzien van de conjunctuur reflecteert. Bij een geanticipeerde conjuncturele neergang zullen marktpartijen een afnemende inflatie verwachten en tevens rekening houden met een daling van de korte rente in de toekomst. Deze verwachtingen zullen in eerste instantie de lange rente doen dalen ten opzichte van de korte rente, met een afvlakking van de rentestructuur als gevolg.

### *Dalende lange rente*

Sinds medio 1996 tot eind vorig jaar is het verschil tussen de korte en de lange rente in Nederland vrijwel onafgebroken kleiner geworden. Dit impliceert dat deze component tenminste voor de komende anderhalf jaar een neerwaarts effect op de indicator zal blijven uitoefenen. De afvlakking van de rentetermijnstructuur was vooral het resultaat van een sterke, aanhoudende daling van de lange rente, in lijn met de ontwikkeling van de lange rente elders in Europa en in de VS. De daling van de lange rente over de genoemde periode lijkt echter niet in de eerste plaats bepaald door verwachtingen ten aanzien van de conjunctuur. Een belangrijker structurele oorzaak voor de daling van de lange rente is waarschijnlijk gelegen in de verbetering van de overheidsfinanciën in de VS en - in de aanloop naar de EMU - in Europa. De budgettaire consolidatie heeft enerzijds het beroep van overheden op de kapitaalmarkt doen afnemen en, in combinatie met een toegenomen onafhankelijkheid voor centrale banken, geleid tot lagere inflatieverwachtingen. Hierbij is in de laatste anderhalf jaar de daling van de lange rente nog verder versterkt door de zogenaamde 'flight to quality', die volgde op de opeenvolgende crises in tal van opkomende markten na de val van de Thaise bath in de zomer van 1997.

### *Voorzichtigheid bij interpretatie*

Met het oog op de genoemde structurele en incidentele oorzaken voor de lange-rentedaling over de afgelopen jaren is het onduidelijk in hoeverre het verband tussen rentetermijnstructuur en conjunctuur ook in de huidige situatie opgeld doet. Illustratief is in dit verband het feit dat in de VS, waar de rentestructuur een goede reputatie heeft als conjunctuurvoorspeller, inmiddels twee maal, in 1994/95 en in 1997, een duidelijke vervlaking (en zelfs een omkering) van de rentestructuur heeft plaatsgehad zonder dat dit vooralsnog tot een daling van de economische groei heeft geleid.

Voorzichtigheid is dus geboden bij de interpretatie van de rentetermijnstructuur in de huidige situatie. Enig optimisme met betrekking tot de middellange termijn kan mogelijk ontleend worden aan het beloop van een andere langer vooruitblikkende component van de DNB-conjunctuurindicator, de reële geld hoeveelheid. Deze component - die een lead van dertien maanden kent - laat vooralsnog een stijging zien, hetgeen op een opgaande conjunctuur duidt. Uitsluitsel over de duur van de groeivertraging geven de langer vooruitlopende componenten van de indicator derhalve niet.