

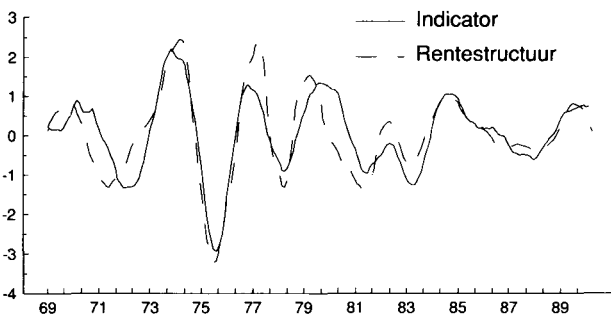
Omgekeerde rentestructuur voorspelt omslag

De conjunctuur zoals voorspeld door de DNB-conjunctuurindicator, bereikt een top in de maand november, zie figuur 1. De stand van de conjunctuur in de maanden december, januari en februari zal naar verwachting overigens slechts een fractie lager zijn dan in november. De geringe omvang van de daling en het voorlopig karakter van de aan de indicator ten grondslag liggende cijfers betekenen dat aan deze lichte daling vooralsnog geen al te zware conclusies kunnen worden verbonden.

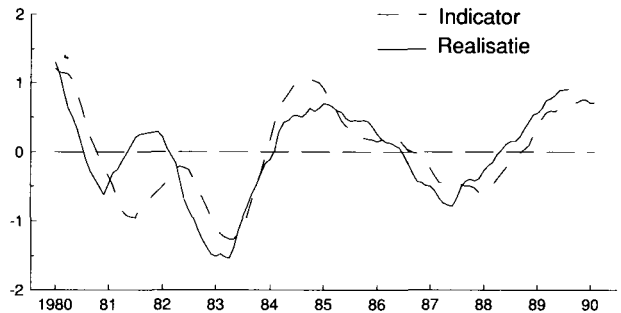
Zoals bekend gaat de conjunctuurvoorspelling op basis van indicatoren niet in op de oorzakelijke verklaring van de conjunctuurverandering. Om die reden is het nuttig het beloop van de conjunctuurindicator te toetsen aan andere signalen over de conjunctuur. In de novemberaflevering van deze rubriek werd de bezettingsgraad als toetssteen gebruikt. Een andere toetssteen biedt de rentestructuur. Regelmatig wordt in de literatuur aandacht besteed aan de mogelijke betekenis van de rentestructuur als conjunctuurindicator¹, waarbij het voorspellend vermogen van de rentestructuur veelal als volgt wordt beredeneerd. In de expansiefase wordt het verschil tussen lange en korte rente kleiner door drie oorzaken. Allereerst leidt het benaderen van de capaciteitsgrenzen tot de verwachting dat de inflatie tijdelijk zal toenemen. Dit tijdelijke karakter leidt tot een inflatievergoeding die voor kortlopende schuldtitels hoger is dan voor langlopende schuldtitels. Ten tweede zullen – nog steeds volgens deze theorie – het bereiken van capaciteitsgrenzen en andere signalen over mogelijke inflatie-impulsen, centrale banken aanzetten tot een strakker monetair beleid. Dit beleid heeft – althans zo leert de ervaring – meer effect op de korte dan op de lange rente. Ten slotte kan in de conjunctuurfase voor de omslag, in een situatie van strak monetair beleid, de verwachting ontstaan dat de geldmarktrente na de conjunctuuromslag zal gaan dalen. Dit leidt volgens de bedoelde verwachtingstheorie tot een neerwaartse druk op de lange rente.

Het voorspellend vermogen van de rentestructuur leeft niet alleen in de theorie maar blijkt ook in de praktijk. Een omgekeerde rentestructuur was in het verleden vrijwel steeds een voorbode van conjunctuurverslechtering. Het beloop van het verschil tussen lange en korte rente, be-

Figuur 2. DNB-conjunctuurindicator en rentestructuur



Figuur 1. DNB-conjunctuurindicator



werkt volgens de methode waarmee ook de DNB-indicator wordt verkregen, leidt tot een conjunctuurbeweging die in opvallende mate gelijk opgaat met die van de conjunctuurindicator, zie figuur 2. De rentestructuur voorspelt zelfs verder vooruit dan de indicator, wat in figuur 2 blijkt doordat deze in 1990 verder doorloopt.

De huidige situatie is als volgt. De internationale geldmarktrenten zijn vanaf april 1988 duidelijk en gestaag opgelopen, terwijl dat voor de kapitaalmarktrentes in mindere mate het geval was. Op dit moment is vrijwel in alle industrielanden zelfs sprake van een omgekeerde rentestructuur. In een relatief kleine open economie als de Nederlandse, met goed functionerende financiële markten en vrij kapitaalverkeer, wordt de rentestructuur in hoge mate door buitenlandse – met name Duitse – ontwikkelingen bepaald. In Duitsland is wegens een op beperking van de geldgroei gericht beleid de korte rente sterk gestegen, ten einde aldus een eventuele kans op door een uitbundig conjunctuurbeloop teweeggebrachte, inflatie-opleving te verminderen. Volgens de voorspelling van figuur 2 indiceert de rentestructuur een conjunctuuromslag in het derde kwartaal van dit jaar, iets eerder nog dan volgens de DNB-indicator.

Conclusie

De DNB-indicator voorspelt een conjuncturele top in november met een geringe daling voor de drie maanden daarna. De rentestructuur blijkt ook een goede voorspeller van de conjunctuur te zijn. De rentestructuur duidt op een conjunctuuromslag in het derde kwartaal van 1989.

1. *Economic Outlook* nr. 44, OESO, december 1988, blz. 21-23; *The Economist*, 17 december 1988, blz. 76-78; *ABN Economic Review* nr. 132, april 1989, blz 10-17.

Deze rubriek wordt samengesteld door dr. J.A. Bikker en drs. L. de Haan, werkzaam bij de Afdeling wetenschappelijk onderzoek en econometrie respectievelijk de Studiedienst van De Nederlandse Bank.