

De hoge reële rente

Lenen is duur. De reële rente – de nominale rente min de verwachte inflatie – is zowel in Nederland als in andere landen van de OESO hoog. Na de jaren zeventig waarin de nominale rente de inflatie slechts in beperkte mate overtrof, is de reële rente in de jaren tachtig op een substantieel hoger niveau terechtgekomen. Overigens is het beeld in de tweede helft van de jaren tachtig wisselend. In landen als de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en Zwitserland vertoont de reële rente een tendens tot daling, terwijl zij in andere landen zoals Nederland, Frankrijk en Italië juist weer oploopt. In de vorige week verschenen *Preadviezen van de Koninklijke Vereniging voor de Staatshuishoudkunde* wordt uitgebreid aandacht besteed aan de factoren die de hoogte van de reële rente kunnen verklaren¹.

Er zijn vele verklaringen voor de historisch gezien hoge reële rente. Visser wijst er onder meer op dat wereldwijd de spaargeneigdheid geringer is geworden. Door collectieve pensioenvoorzieningen is de inkomenszekerheid verbeterd waardoor de neiging tot sparen is verminderd. Door de vergrijzing van de bevolking in de rijke landen stijgt bovendien het aantal ontspaarders. De investeringsgeneigdheid daarentegen lijkt toegenomen. Mogelijk heeft het 'supply side'-beleid van de jaren tachtig het bedrijfsleven meer lucht gegeven. Berekeningen van de OESO laten een herstel van de winstgevendheid zien na het conjuncturele dieptepunt in 1982. Voorts is gebleken dat de verlaging van de energieprijzen is samengegaan met een verhoogde vraag naar kapitaalgoederen. Ook is het waarschijnlijk dat financiële innovaties de kredietvraag hebben vergroot. Verder wijzen sommigen op een verband met de hoge kredietvraag van nationale overheden. Tenslotte waren ook monetaire factoren van invloed. Het krappe monetaire beleid in de jaren tachtig heeft de inflatie met succes teruggedrongen. Volgens de portefeuilletheorie heeft de lagere inflatieverwachting een hogere reële rente in de hand gewerkt.

Een hoge reële rente duidt op voorhand niet op een ongunstige economische situatie. Er kan immers uit worden afgeleid dat de economische vooruitzichten dermate gunstig zijn dat zelfs hoge kosten voor kapitaal kunnen worden goedge maakt. Hoge groei gaat gepaard met hoge rente. Maar in de meeste OESO-landen is de economische situatie niet zo rooskleurig. Een hoge rente werkt dan remmend op de economische ontwikkeling. Rekening houdend met het lage inflatietempo heeft de Amerikaanse Federal Reserve Board het disconto daarom in een kort tijdsbestek flink verlaagd. De lange rente, die niet door de centrale bank maar door de markt wordt bepaald, daalde echter in veel geringere mate. Angst voor inflatie en onzekerheid over de vraag of een lagere rente wel leidt tot voldoende aanbod van kapitaal bezorgen de markt scepsis over het door de Fed gevoerde beleid. Daarmee lijkt een ondergrens van de reële rente bereikt, die de Fed niet had voorzien. Dit roept de vraag op in hoeverre de centrale banken met hun rentebeleid de reële rente en de verwachte inflatie kunnen beïnvloeden. Met hun rente-

beleid streven de centrale banken ernaar om door middel van geleidelijke aanpassingen van de kortetermijnrente richting te geven aan de verwachte inflatie. Het rentebeleid wordt echter bemoeilijkt doordat een inschatting moet worden gemaakt van de toekomstige reële rente en de toekomstige inflatie. De fouten die daardoor in het beleid kunnen ontstaan zorgen voor onzekerheid. Het beleid werkt dan averechts. Berekeningen wijzen uit dat het wispelturige rentebeleid van de VS in de jaren tachtig heeft geleid tot een risico-opslag in de reële rente van twee procentpunten. Bomhoff besteedt in zijn preadvies daarom aandacht aan de monetaristische benadering. In deze benadering wordt gekozen voor een stabiel groeipad voor de geldhoeveelheid en wordt de rente door de markt bepaald. Hoewel aan dit model net zo goed haken en ogen kleven – de keuze van het groeipad is arbitrair en de vraag naar kapitaal kan onverwachte schommelingen vertonen – heeft het model als voordeel dat onzekerheid over het monetaire beleid nauwelijks meer een rol speelt en de rente op een natuurlijk niveau moet uitkomen. Belangrijk punt is dus de voorspelbaarheid van het beleid. Uit deze benadering vloeit voort dat het sturen van de rente voor conjuncturele doeleinden moet worden afgeraden omdat dat een verstoring van de natuurlijke verhoudingen van vraag en aanbod betekent. Het kan bovendien leiden tot monetaire onzekerheid, hetgeen de rente zal verhogen.

Uiteindelijk wordt de reële rente bepaald door structurele ontwikkelingen in de markt enerzijds en de betrouwbaarheid van de monetaire autoriteiten anderzijds. Wat betreft de structurele factoren lijkt het einde van de hoge rente voorlopig nog niet in zicht. De wederopbouw van Oost-Europa zal een enorme vraag naar kredieten doen ontstaan. Voorts is het goed denkbaar dat de Latijns-Amerikaanse landen weer als kredietvragers op de markt komen. Waarschijnlijk zullen solvabiliteitsproblemen van veel Japanse en Amerikaanse banken het kredietaanbod voorlopig beperken. Daar staat tegenover dat de overheidstekorten in de toekomst wellicht zullen dalen. De monetaire autoriteiten hebben weinig invloed op deze factoren. Hun middelen – sturen van de rente en de omvang van de geldhoeveelheid – werken het best als zij zich aanpassen aan de markt. Dat neemt niet weg dat de monetaire autoriteiten een belangrijke signaalfunctie kunnen vervullen bij het voeren van economisch beleid.

T.P. van Walderveen

1. A. Knoester en H. Visser (red.), *De hoge reële rente en de Nederlandse economie, preadviezen van de Koninklijke Vereniging voor de Staatshuishoudkunde 1991*, Stenfert Kroese, Leiden, 1991.