

# De reële rente in theorie en praktijk

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

De reële rente in ons land bevindt zich de laatste jaren op een hoog niveau. Was deze rente gedurende de jaren zeventig laag en soms zelfs negatief, in de tweede helft van de jaren tachtig steeg de rente tot een niveau van ruim 5%. En hoewel de reële rente niet eeuwig hoog kan blijven, wordt door commentatoren toch geen spoedige daling voorzien. Het opwaartse verloop van de reële rente is niet een typisch Nederlands verschijnsel. In veel OESO-landen is de rente gestegen. Toch verlopen de rente-ontwikkelingen in internationaal verband niet bepaald synchroon. Zo is sinds 1985 de Duitse reële rente omhooggegaan, terwijl in de Verenigde Staten de rente aanmerkelijk is gedaald.

Beide verschijnselen trekken internationaal de aandacht. De hoogte van de rente heeft belangrijke consequenties voor de financiële positie van overheden, de particuliere investeringsbedrijvigheid en de inflatie. Internationale rentever verschillen kunnen omvangrijke internationale kapitaalstromen op gang brengen en wisselkoersfluctuaties veroorzaken. De Koninklijke Vereniging voor de Staatshuishoudkunde heeft in deze ontwikkelingen aanleiding gezien de preadviezen 1991 te wijden aan de betekenis van de reële rente voor de Nederlandse economie.

## Historisch verloop

Knoester en Mak laten in hun preadvies zien dat de huidige hoge reële rente geen uitzonderlijk verschijnsel is. Ook in de jaren twintig en dertig bij voorbeeld was de reële rente internationaal hoog, als gevolg van de toen optredende deflatie. Daarnaast concluderen Knoester en Mak tot een duidelijke internationale samenhang tussen de reële rentes in verschillende landen, zij het dat juist in de tweede helft van de jaren tachtig deze samenhang wordt doorbroken.

Dit is een opmerkelijke conclusie gezien de toenemende integratie van economieën op wereldniveau, met name op het terrein van de financiële markten. Waarschijnlijk heeft het te maken met het feit dat van de ex ante reële rente (nominale rente minus verwachte inflatie) geen statistieken bestaan en er altijd met proxies moet worden gewerkt. Zo blijkt uit het preadvies van Van Zanden dat tussen de reële rentes in de jaren tachtig minder grote verschillen bestonden dan in de jaren zeventig indien de inflatieverwachting wordt benaderd aan de hand van een vijfjaars voortschrijdend gemiddelde.

Het beeld dat Knoester en Mak schetsen van het historische verloop van de reële rente, vindt geen pendant in de ontwikkeling van de nominale rente. Van Zanden beschrijft de ontwikkeling van de nominale rente sinds 1760 en concludeert dat na circa 1960 de nominale rente in verschillende landen op een peil komt dat in de periode voor 1960 nimmer werd bereikt. Van Zanden zoekt de verklaring voor deze omslag in de relatie tussen nominale rente en inflatie. In de periode 1850-1913 werkte de inflatie in verscheidene OESO-landen weliswaar door in de nominale rente, doch met een jarenlange vertraging en daarnaast slechts partieel: tussen de 23 en de 77%. In de periode 1951-1990 was de doorwerking van inflatie daarentegen vrijwel onvertraagd en vollediger: tussen de 53 en de 96%.

## Determinanten

Voor de verschillende determinanten van de reële en nominale rente kunnen we terecht bij het preadvies van Visser. Visser onderscheidt als determinanten van de reële rente aan de aanbodzijde de demografische samenstelling van de bevolking, de onzekerheid ten aanzien van reële opbrengsten en inflatie, de verwach-

tingen van beleggers en de belastingheffing op kapitaalinkomen. Aan de vraagzijde voert Visser onder meer energieprijsstijgingen, belastingfactoren en de financieringstekorten en schuldpositie van de overheid als determinanten op. De internationale inkomensverdeling is relevant indien verschillende landen door een verschillende spaarneiging worden gekenmerkt. Zo heeft de inkomensoverdracht aan OPEC-landen in de jaren zeventig de besparingen op mondiaal niveau verhoogd hetgeen de lage reële rente in die periode kan helpen verklaren.

De doorwerking van inflatie op de nominale rente bespreekt Visser aan de hand van de bekende Fisher-relatie en het daarmee verbonden vraagstuk van de vorming van inflatieverwachtingen. Ook gaat hij in op de portefeuille-analyse volgens welke geld niet neutraal is op grond van bijvoorbeeld het Tobin-effect of het Mundell-effect en een expansief monetair beleid een verlaging van de reële rente tot gevolg kan hebben. Knoester en Mak trachten de determinanten van de reële rente te achterhalen aan de hand van een regressie-analyse voor acht OESO-landen. Zij laten zien dat rentevoeten een internationale samenhang vertonen, maar dat ook factoren van binnenlandse origine relevant zijn bij de verklaring van de rente. Knoester en Mak komen op grond hiervan tot de uitdagende beleidsaanbeveling de Nederlandse spaarquote te verhogen en het Nederlandse overheidstekort te beperken ten einde een daling van de reële rente te bewerkstelligen. Deze aanbeveling zal zeker stof doen opwaaien aangezien men op grond van de internationale verwevenheid van financiële markten en de combinatie van een groot spaaroverschot en een hoge reële rente in Nederland geneigd zou zijn een andere conclusie te trekken.

Het preadvies van Eijffinger bevat een theoretische en empirische analyse van de reële rente en de termijnstructuur. Eijffinger benadert de ex ante reële rente door deze te beschouwen als een rationele verwachting van de ex post reële rente (nominale rente minus feitelijke inflatie). Eijffinger vindt voor zowel de Verenigde Staten, Duitsland als Nederland over de periode 1982-1990 een significant Mundell-Tobin-effect. De hypothese dat de variabiliteit van de inflatiegraad een positief effect heeft op de reële rente, kan alleen voor de Verenigde Staten wor-

den geaccepteerd. Verder wordt in de drie beschouwde landen de reële rente beïnvloed door reële variabelen en (behalve voor Duitsland) de onverwachte geldgroei.

#### *Verband met monetair beleid*

Eijffinger hanteert vervolgens de geschatte ex ante reële rente als indicator voor de restrictiviteit van het monetaire beleid en de inflatieverwachting om de reputatie van de centrale bank in de verschillende landen na te gaan. Dit geeft aanleiding tot enkele interessante conclusies. Vergeleken met Duitsland bij voorbeeld was het Nederlandse monetaire beleid in de periode 1982-1990 het meest restrictief. Qua reputatie stond tot 1987 de Deutsche Bundesbank bovenaan; vanaf 1987 echter bezet De Nederlandsche Bank de koppositie. Het is mijns inziens evenwel de vraag of de inflatieverwachting de beste indicator is voor de reputatie van een centrale bank. Een alternatieve indicator is bij voorbeeld de risicopremie in de rente. Het verschil in risicopremie tussen Nederland en Duitsland is, getuige het verschil in nominale rentevoeten, vanaf 1987 weliswaar kleiner, maar niet negatief geworden. Op basis van deze indicator zou de Deutsche Bundesbank dus nog steeds de beste reputatie hebben, zij het dat zij iets van haar prestige heeft moeten inleveren.

### **Gevolgen van een hoge rente**

#### *Besparingen*

Pallada gebruikt het thema van de reële rente om de klassieke theorie van de besparingen en de gevoeligheid van besparingen voor mutaties in het rentepeil onder de loep te nemen. Volgens de klassieke theorie van het consumentengedrag stelt de consument op basis van zijn vermogen een optimaal consumptieplan op. De reactie van de besparingen van de consument op een renteverhoging is volgens deze theorie overwegend positief, zij het dat negativiteit niet kan worden uitgesloten.

Als kritiekpunten van deze theorie noemt Pallada onder meer dat subjecten worden geacht volledige informatie te bezitten over economische grootheden in het heden en de toekomst. Een benadering die expliciet rekening houdt met onzekerheid, is adequater aangezien een dergelijke benadering het sparen op grond van een voorzorgsmotief kan verklaren. Daarnaast benadrukt Pallada het ra-

tionaliteitsprincipe en het door Simon geformuleerde alternatief van begrensde rationaliteit.

Pallada geeft voorts een overzicht van empirische studies naar de hoogte van de intertemporele substitutielasticiteit. De gepresenteerde schattingen blijken sterk uiteen te lopen maar indiceren gemiddeld toch een waarde kleiner dan één. De door Pallada uitgevoerde regressies op basis van een model gebaseerd op rationeel gedrag en een model gebaseerd op begrensde rationaliteit wijzen in dezelfde richting.

#### *Investeringsen*

Ook in het preadvies van Don en Van Erp staan de gevolgen van de rente centraal. Don en Van Erp bekijken echter naast de invloed van renteveranderingen op de particuliere consumptie ook de gevolgen van rentemutaties voor investeringen in woningen, voorraden en overige vaste activa. Zij doen dit aan de hand van acht empirische macro-modellen van Nederlandse en buitenlandse makelij: CESAM, FK'85, MORKMON-II, SECMON-D, het London Business School-model, het Liverpool-model, het model van het Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung en het model van de Federal Reserve Board. Wat betreft de investeringen in overige vaste activa heeft een stijging van de rente in alle beschouwde modellen een afbouw van productiecapaciteit en/of een substitutie van arbeid voor kapitaal tot gevolg. Met de doorberekening van kapitaalkosten in productieprijzen en met de gunstige doorwerking van kapitaalkosten op de afstootconditie voor oude jaargangen kapitaalgoederen wordt slechts in enkele gevallen rekening gehouden. MORKMON-II en FK'85 blijken het meest uitgebreid in het modelleren van het effect van de reële rente op de investeringen. Opmerkelijk is dat alleen het FRB-model rekening houdt met de relatie tussen financieringskosten en vermogensstructuur van bedrijven.

#### *Consumptie*

Wat betreft de particuliere consumptie houden de meeste beschouwde modellen rekening met de afweging tussen huidige en toekomstige consumptie en de invloed van de rente op de verdiscontering van toekomstige inkomensstromen. Voor de substitutie tussen duurzame en niet-duurzame consumptiegoederen en de gevolgen van renteveranderingen voor de waarde van financiële activa

bestaat minder aandacht. Dit geldt met name voor de Nederlandse modellen: geen der modellen maakt een onderscheid tussen duurzame en niet-duurzame consumptiegoederen en alleen MORKMON-II houdt rekening met de gevolgen van renteveranderingen voor de waarde van financiële activa.

Tot slot becijferen Don en Van Erp het effect van een mondiale renteverandering aan de hand van de beschouwde Nederlandse modellen. Ze concluderen dat een renteverhoging zowel de consumptie als de investeringen negatief beïnvloedt, het lopende-rekeningoverschot verder opschroeft en de werkloosheid en het overheidstekort doet oplopen.

### **Reële rente te hoog?**

Uit het voorgaande zou men gemakkelijk kunnen concluderen dat een beleid gericht op renteverlaging moet worden aanbevolen. Alders en Hoogduin wijzen in hun preadvies een dergelijke suggestie echter resoluut van de hand. Hoofddoelstelling van monetair beleid is volgens hen het bevorderen van prijsstabiliteit hetgeen een hoge rente noodzakelijk kan maken.

Alders en Hoogduin nemen de gelegenheid te baat om een bijdrage te leveren aan de recentelijk opgelaaide revaluatie-discussie<sup>1</sup>. De gulden zou volgens sommigen moeten worden gerevalueerd ten einde een vermindering van de risicopremie in de Nederlandse rente en daarmee een verlaging van deze rente mogelijk te maken. Alders en Hoogduin zien in een dergelijke revaluatie geen heil. Een revaluatie is in strijd met het streven in Europa naar verdere monetaire integratie. Daarnaast kan een revaluatie op korte termijn tot verlies aan werkgelegenheid leiden. Het belangrijkste argument dat Alders en Hoogduin tegen een revaluatie van de gulden naar voren brengen, is echter dat een revaluatie alleen dan tot een lagere risicopremie in de rente zal leiden wanneer de financiële markten voldoende vertrouwen hebben in de kracht van de gulden. Bij onvoldoende vertrouwen zal een revaluatie devaluatieverwachtingen op-

1. S. Brakman, J. de Haan en C.J. Jepma, Is de gulden hard genoeg?, *ESB*, 2 januari 1991, blz. 16-20; W. Barentsen, A.L. Bovenberg en R.J. Mulder, Is de gulden hard genoeg?, *ESB*, 30 januari 1991, blz. 130-132 (met naschrift); Centraal Planbureau, *Economisch Beeld 1992*, Den Haag, 1991.

roepen, waardoor de risicopremie in de Nederlandse rente juist zal stijgen.

Ook Bomhoff ziet in een hoge reële rente geen reden tot zorg over de ontwikkeling van de economie. Integendeel, een hoge rente duidt op een gezonde economie. Er wordt veel geïnvesteerd en weinig gespaard, hetgeen erop duidt dat ondernemers en huishoudens vertrouwen hebben in de economie. Wel is een hoge rentevoet een probleem voor de overheid. Bomhoff beveelt dan ook aan via indexatie van staatschuld een verlaging van rentelasten te bewerkstelligen. Het argument dat indexatie het inflatierisico bij de overheid legt, is volgens hem niet valide aangezien tegenover inflatiegevoelige uitgaven inflatiegevoelige ontvangsten staan.

Bikker gaat meer in detail in op de rentelasten van de overheid. In zijn preadvies staat de sectorale verdeling van inkomen uit vermogen centraal. Dat de sectorale verdeling van dividend- en rente-inkomen meer aandacht verdient, blijkt wel uit het feit dat in 1989 met deze sectorale verdeling maar liefst 205 miljard gulden gemoeid was. In zijn preadvies becijfert Bikker de gevolgen van een stijging van de nominale rente voor deze sectorale verdeling. Een rentestijging van twee procentpunt heeft tot gevolg dat de rentelasten van de overheid na vier jaar circa 4 miljard gulden gestegen zijn terwijl terzelfder tijd voor pensioenfondsen en levensverzekeringsmaatschappijen een batig saldo van 5 miljard resulteert.

De gevoeligheid van de financiële positie van de overheid voor een rentestijging wordt voor bijna de helft verkleind wanneer belastingheffing in de beschouwing wordt betrokken. Premieverlaging door pensioenfondsen en levensverzekeraars impliceert immers een lagere belastingaftrek en uitbreiding of verbetering van de pensioenvoorzieningen brengen een toeneming van de latente belastingclaim met zich mee.

### **Wisselkoers**

Jager bespreekt in zijn preadvies de relatie tussen internationale rentever schillen en stelsels van wisselkoersvorming. Jager stelt onder meer dat naarmate een nominale wisselkoers tussen twee landen vaster en stabiel is, het corresponderende verschil in reële rentes kleiner zal zijn. Voornaamste reden hiervoor is dat de

premie die beleggers eisen ter compensatie voor het lopen van wisselkoersrisico, lager zal zijn naarmate de wisselkoersstabilisatie-afspraken geloofwaardiger is.

Daarnaast bespreekt Jager het EMS-stelsel met Duitsland als spilland. Een bekende stelling ten aanzien van een stelsel met vaste wisselkoersen is dat het spilland gebaat is bij het creëren van inflatie. Inflatie leidt immers tot geldscheppingswinst en een daling van de waarde van uitstaande buitenlandse schuld. De ervaringen met het EMS tot dusverre zijn dat Duitsland niet voor deze verleiding is bezweken. Waarschijnlijk is dit de reden dat meerdere Europese landen Duitsland tot spilland hebben verheven.

### **Slot**

Al met al vormen de preadviezen een welkome bijdrage aan de discussie over oorzaak en gevolg van de hoge reële rente. Zoals terecht door enkele preadviseurs opgemerkt, moet de rente in een internationale context worden bezien. De logische consequentie hiervan is dat niet zozeer de Nederlandse, maar vooral de mondiale ontwikkelingen van investeringen en besparingen relevant zijn bij de verklaring van de rente. In de jaren tachtig zijn dan het investeringsherstel, het achterblijven van particuliere besparingen en de ontsparring door overheden alle verantwoordelijk voor de opgetreden rentestijging. Daarnaast heeft het monetaire beleid dat gericht was op een beteugeling van de inflatie, aan de hoge rente bijgedragen.

Het is spijtig dat zo weinig aandacht is besteed aan de ontwikkelingen die voor de jaren negentig mogen worden verwacht. Uiteraard brengt het doen van voorspellingen steeds weer een enorm risico met zich mee. Toch zijn er verschillende factoren die suggereren dat de rente niet spoedig zal gaan dalen. Er is wereldwijd sprake van vergrijzing en ontgroening van de bevolking welke een vermindering van particuliere besparingen tot gevolg zullen hebben. De Oosteuropese landen hebben het komende decennium veel kapitaal nodig om hun sterk verouderde economieën te herstructuren willen ze een gelijkwaardige concurrent worden van de Westeuropese landen. De financiële posities van overheden zijn verder een onzekere factor, zij het dat het convergentieprogramma van de EMU waartoe onlangs in Maastricht werd besloten,

het terugdringen van overheidstekorten in de landen van de EG kan versnellen. Ten slotte kan een grotere wisselkoersstabiliteit in Europa renteverlagend werken. Op mondiaal niveau echter is een aanhoudende wisselkoersinstabiliteit niet uitgesloten. Directe gevolgen van de hoge rente zijn onder meer achterblijvende investeringen en een toenemende last op overheidsbudgetten. Daarmee is nog niet gezegd dat het verstandig zou zijn een beleid gericht op verlaging van de rente na te streven. De rentegevoeligheid van de openbare financiën spoort overheden aan om orde op zaken te stellen. De investeringen die ondanks een hoge rente tot stand komen, zijn in de regel van hoogwaardige kwaliteit. Daarnaast kan, zoals Alders en Hoogduin in hun preadvies opmerken, het monetaire beleidsinstrumentarium niet op een renteverlaging worden gericht wanneer daarmee de inflatie wordt aangewakkerd. In de praktijk kunnen tegenvallende economische groeicijfers evenwel aanleiding zijn om een beleid te voeren dat is gericht op renteverlaging. Volgens velen is ter bevordering van de economische groei echter de inzet vereist van andere instrumenten, namelijk die instrumenten die de aanbodkant van de economie versterken. Hierbij moet men denken aan belastingen, sociale premies, subsidies, overheidsinvesteringen, enzovoort. De rente staat hier los van en is, zoals Bomhoff betoogt, niet meer en niet minder dan een indicator van de economische ontwikkeling.

### **E.W.M.T. Westerhout**

De auteur is werkzaam bij de directie Algemene Economische Politiek van het Ministerie van Economische Zaken.