

De rente in 1986

Inleiding

Er bestaan vele methoden die gebruikt kunnen worden om de toekomstige ontwikkeling van de rente te analyseren. We kunnen proberen een beeld te schetsen van de toekomstige vraag- en aanbodverhoudingen, we kunnen de hulp inroepen van de technische analyse en ten slotte is het mogelijk om die factoren die het meest bepalend zijn voor het verloop van de rente, op een rijtje te zetten in een economisch model. Indien wij de ontwikkeling hiervan kunnen verkennen, is tevens een uitspraak over het niveau van de rente in het komende jaar mogelijk.

Meer nog dan absolute uitspraken over deze toekomst ligt een beschouwing voor de hand over de rentebepalende factoren. Wellicht kan een serie elasticiteiten enig inzicht bieden op de vraag wat er met de rente zou kunnen gebeuren.

Algemene achtergronden

Een rentemodel kan alleen enige aanspraak maken op volledigheid als het alle factoren in beschouwing neemt. Dit houdt in, dat alle volume- en prijsgrootheden in hun onderlinge wiselwerking worden geanalyseerd en dat de uiteindelijke invloed op de rente wordt vastgesteld. Dit houdt een compleet macro-economisch model in. Een dergelijk model laat zich echter niet eenvoudig hanteren. Een tussenstap is ook mogelijk. We denken dan niet zozeer aan de ingewikkelde structuurmodellen, maar veeleer aan minder bewerkelijke herleide-vorm modellen 1).

In een model voor de verklaring van de rente zal allereerst een onderscheid naar termijn nodig zijn. We onderscheiden dan ook een model voor de 3-maands kasgeldrente aan de lagere overheid en voor de kapitaalmarktrente, gedefinieerd als de rente op staatsleningen met een looptijd van 5-8 jaar. De belangrijkste reden voor een separaat model voor de 'korte' rente is de veronderstelling dat de 'lange' rente mede beïnvloed wordt door vraag en aanbod van geldmarktmodellen. Er zal van een zekere substitutie sprake zijn. Ook kan enige ondersteuning worden gevonden van de hypothese dat de kapitaalmarktrente het trendmatige patroon volgt van de geldmarktrente. In onderstaande grafiek is dit voor Nederland weergegeven over de periode 1967-1985 (derde kwartaal), waarbij voor de geldmarktrente

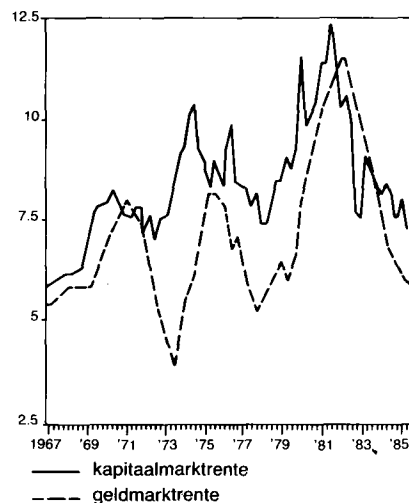
het 10-kwartaals voortschrijdend gemiddelde is genomen.

Het model, dat in grote lijnen de invloedsfactoren schematisch weergeeft zoals deze de kapitaalmarkt beïnvloeden, ziet er als volgt uit (zie figuur 2).

Het zal duidelijk zijn, dat in een model niet alle schematisch te onderkennen relaties verifieerbare schattingsresultaten zullen opleveren.

Naarmate de kapitaalmarkt groter is (VS) kunnen de ontwikkelingen in het

Figuur 1. De kapitaalmarktrente en het 10-kwartaals voortschrijdende gemiddelde van de geldmarktrente in Nederland



buitenland een geringere invloed hebben. Zo is Nederland in zijn monetair beleid sterk afhankelijk van hetgeen zich in het buitenland (Duitsland!) afspeelt. De inflatieverwachting is in de hier gebezigde gedachtengang geen bekende grootheid. Deze wordt afgeleid uit informatie uit het verleden, waarbij eventueel het vigerende infla-

tieniveau ook nog meespeelt. Onzekerheden worden in het model opgenomen als fluctuaties zoals deze zich in het (recente) verleden hebben afgespeeld. We kunnen hierbij denken aan grootheden als variatiecoëfficiënten, standaardafwijkingen en dergelijke. Monetaire factoren hebben direct te maken met beleidszaken. Deze grootheden zijn in figuur 2 ruim gedefinieerd en kunnen naast de geldhoeveelheid ook het financieringstekort omvatten. De ontwikkeling in het buitenland kan enerzijds de directe invloed van de buitenlandse rente zijn, of anderzijds een indirect werkende invloed inhouden zoals op de lopende rekening van de betalingsbalans dan wel op de valutaire verhoudingen. Het is duidelijk, dat zich hierbij allerlei vertragsmechanismen kunnen voordoen. De gehanteerde schattingsmethode is die der kleinste kwadraten.

De data bestaan uit kwartaalgegevens. Bij de schattingsresultaten is steeds het aantal waarnemingen vermeld. De gehanteerde modelspecificatie leidt in een aantal gevallen (bijvoorbeeld voor de geldmarktrente in Duitsland en in de VS) tot een mogelijke onderschatting van de elasticiteiten door de opgenomen vertragsverdeling. Een meer uniforme modelspecificatie naar analogie van de vergelijkingen voor de Nederlandse rente zal deel uitmaken van nader onderzoek.

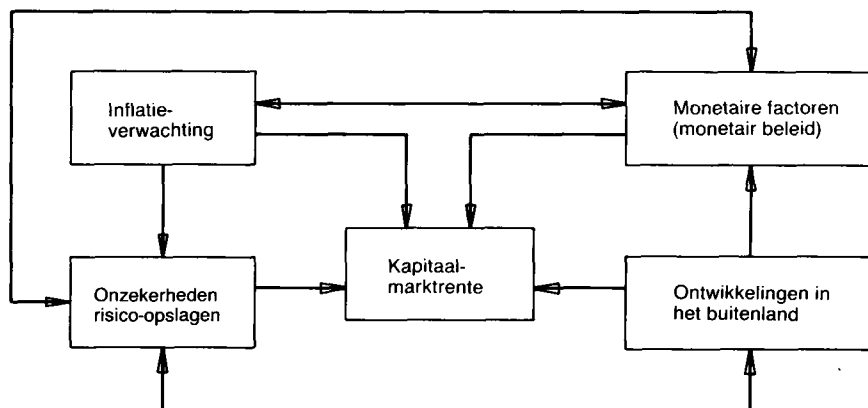
De resultaten voor de geldmarktrente

Nederland

Omdat in het algemeen de 'korte' rente sterk onder invloed staat van de stand van de conjunctuur is de invloed hiervan expliciet opgenomen door middel van een eenvoudige conjunctuur-index die uit een viertal factoren bestaat (inflatie, industriële

1) Zie hiervoor P.D. van Loo, De hoogte van de kapitaalmarktrente, *Maandschrift Economie*, 1984, nr. 2, blz. 123-139.

Figuur 2. Invloedsfactoren op kapitaalmarktrente



produktie, openstaande aanvragen naar arbeidskrachten en de consumptieve uitgaven). Zeer groot is de afhankelijkheid van het buitenland. Dit komt tot uiting in de invloed van de geldmarktrente in Duitsland en de VS op de geldmarktrente in Nederland. Daarnaast werkt de invloed van het buitenland nog door via de positie van de lopende rekening van de betalingsbalans (in procenten van het bnp). Valutare ontwikkelingen werken vrijwel direct door in de geldmarktrente. Tevens is steeds een mogelijke seizoenscomponent onderzocht. De resultaten zijn in de navolgende tabel samengevat.

Tabel 1. Coëfficiënten en hun significantie: geldmarktmodel Nederland

Variabele	Coëfficiënt	T-waarde
Constante	-0,28	- 0,1
Dummy valuta-ondersteuning	5,9	6,5
Conjunctuurindex	1,88	5,6
Geldmarktrente:		
- Duitsland	0,33	15,5
- Verenigde Staten	0,68	15,5
Seizoensinvloed vierde kwartaal	0,90	2,6
Lopende rekening betalingsbalans	-0,98	- 4,2
Aantal waarnemingen	73	
Correlatie-coëfficiënt (R)	0,91	
Durbin-Watson-statistic	1,40	

De seizoensinvloed is een correctie op de liquiditeitsquote, die in Nederland in het vierde kwartaal altijd wat lager is. Het is opvallend, dat de geldmarktrente in Duitsland een duidelijk geringer effect heeft dan de korte rente van de VS. Dit wijkt bij voorbeeld af van het model MORKMON van de Nederlandse Bank, waar slechts de Duitse rente is opgenomen 2). Een specifieke dummy is opgenomen om het effect op te nemen van perioden, waarin de korte rente gebruikt werd om de gulden te ondersteunen (bij voorbeeld in het derde kwartaal van 1976).

Duitsland

Ook de korte (3-maands) rente in Duitsland wordt door de stand van de conjunctuur en de ontwikkeling van de korte rente in de VS bepaald. Daarnaast spelen binnenlandse monetaire factoren een grote rol. Anders dan in Nederland is hier sprake van een z.g. 'Koyckse vertraging'. Hierdoor wordt het mogelijk om korte- en lange-termijneffecten te onderscheiden. De resultaten staan in tabel 2.

Op het eerste gezicht lijkt de invloed van de geldmarktrente in de VS maar gering (0,12), maar de invloed op lange termijn is na doorwerking van de Koyckse vertraging veel groter, namelijk $0,12 : (1 - 0,83) = 0,75$. De invloed is daarmee vergelijkbaar met die welke voor Nederland is gevonden.

De Verenigde Staten

Het geldmarktmodel voor de Verenigde Staten lijkt sterk op dat voor

Tabel 2. Coëfficiënten en hun significantie: geldmarktmodel Duitsland

Variabele	Coëfficiënt	T-waarde
Constante	-2,39	- 2,8
Vertraagde geldmarktrente (1 kwartaal)	0,83	18,4
Kwartaalgroei M1	-0,06	- 3,5
Geldmarktrente VS	0,12	2,7
Conjunctuurindex	0,04	4,7
Aantal waarnemingen	74	
Correlatie-coëfficiënt (R)	0,95	
Durbin-Watson-statistic	1,73	

Duitsland in die zin, dat ook hier van een Koyckse vertraging sprake is. Opvallend is hier de doorwerking van korte-termijnschommelingen in de inflatie. Een verruiming van de geldhoeveelheid leidt tot een daling van de rente op de geldmarkt. Er is sprake van een verruiming van de geldmarkt, indien de geldhoeveelheid (M2) sneller toeneemt dan het bnp. De verhouding met het buitenland komt, zij het zwak, tot uiting in de invloed van de positie op de lopende rekening van de betalingsbalans (gerelateerd aan de omvang van het bnp 3). Tabel 3 brengt de schattingsresultaten in beeld.

Tabel 3. Coëfficiënten en hun significantie: geldmarktmodel Verenigde Staten

Variabele	Coëfficiënt	T-waarde
Constante	27,29	2,6
Vertraagde geldmarktrente (1 kwartaal)	0,66	6,9
Kwartaalgroei bnp	0,14	3,6
Kwartaalgroei prijspeil consumptie	0,14	3,0
Lopende rekening betalingsbalans (op kwartaalbasis)	- 0,35	-2,1
Liquiditeitsquote (M2/bnp), 1 kwartaal vertraagd	- 0,42	-2,8
Aantal waarnemingen	74	
Correlatie-coëfficiënt (R)	0,91	
Durbin-Watson-statistic	2,11	

In het bovenstaande model neemt voor de Verenigde Staten de kwartaalgroei van het bnp dezelfde plaats in als de conjunctuurindicatoren in de beide voorgaande modellen.

De resultaten voor de kapitaalmarktrente

Nederland

De Nederlandse kapitaalmarktrente wordt beïnvloed door een groot aantal factoren, waarvan de ontwikkeling van de rente in het buitenland (Duitsland en de Verenigde Staten), de rol van de inflatie en de geldmarktrente de belangrijkste zijn. De invloed van de buitenlandse rente en die van de rente op de geldmarkt zijn beide te zamen zelfs

goed voor 80% van de totale verklaring van de rente in ons land. Het beste schattingsresultaat gaven de volgende uitkomsten, zie tabel 4.

Tabel 4. Coëfficiënten en hun significantie: kapitaalmarktrente in Nederland

Variabele	Coëfficiënt	T-waarde
Constante	0,72	1,5
Geldmarktrente	0,27	12,0
Buitenlandse rente		
- Verenigde Staten	0,28	11,6
- Duitsland	0,09	11,6
Trendmatige inflatie (10 kwartalen)	0,24	5,2
Variante inflatie (10 kwartalen)	0,40	3,0
Feitelijke inflatie	0,15	4,3
Dollar	-0,04	- 3,2
Seizoensinvloed vierde kwartaal	-0,33	- 2,6
Aantal waarnemingen	74	
Correlatie-coëfficiënt (R)	0,95	
Durbin-Watson-statistic	1,58	

De inflatie komt in drie vormen voor: allereerst de inflatieverwachting, gemeten als het 10-kwartaals voortschrijdend gemiddelde, met een coëfficiënt van 0,24, vervolgens de fluctuaties hierin met een nogal belangrijke invloed op de rente en ten slotte de feitelijke inflatie in enig kwartaal t.o.v. het voorgaande jaar. Valuta-aspecten (dollar) en een seizoensinvloed, veroorzaakt door het wegblijven van de agent van het Ministerie van Financiën van de kapitaalmarkt in de laatste maanden van het jaar, completeren het gekozen model.

Duitsland

In grote lijnen weerspiegelt het model voor de lange rente in Duitsland het voor Nederland gevonden resultaat. Het blijkt echter dat de invloed van het buitenland (de VS) merkbaar geringer is. Slechts de invloed van de dollar komen we tegen. Het belangrijkste verschil met het model voor Nederland is vooral gelegen in het feit dat ook hier van een Koyckse vertraging sprake is, waarbij de invloed van grootheden als bij voorbeeld de inflatie geleidelijk doorwerkt in de rente. Dergelijke gewenningsprocessen representeren in feite de op grond van informatie uit het verleden opgebouwde verwachtingspatronen.

In vergelijking met het gevonden model voor Nederland is bovenstaand resultaat ondanks zijn eenvoud toch van gelijkwaardige kwaliteit.

De Verenigde Staten

Het belangrijkste element voor de kapitaalmarktrente in de VS is de korte rente, waarbij de liquiditeitsquote een

2) DNB, MORKMON een kwartaalmodel voor macro-economische beleidsanalyse, Monetair monografieën, nr. 2, 1985, blz. 41.

3) Vergelijk J.G. Post, Renterelaties en renteprognose, *Financieel Overheidsbeheer*, 1982/11, blz. 451 - 455.

Tabel 5. Coëfficiënten en hun significantie: kapitaalmarktrente in Duitsland

Variabele	Coëfficiënt	T-waarde
Constante	1,48	2,5
Vertraagde kapitaalmarktrente (1 kwartaal)	0,54	8,0
Geldmarktrente	0,15	6,4
Inflatie	0,13	3,2
Conjunctuurindex	0,01	2,1
Dollar	-0,02	-3,5
Aantal waarnemingen	74	
Correlatie-coëfficiënt (R)	0,96	
Durbin-Watson-statistic	1,51	

grote invloed had. Daarnaast is de richting van de inflatieverwachting van belang. Hiervoor is wederom het 10-kwartaals voortschrijdend gemiddelde genomen. Andere in beschouwing genomen elementen zijn de ontwikkeling en de fluctuaties in de geldhoeveelheid (M1). Ook is onderzocht of de betalingsbalans dan wel het financieringstekort van de Amerikaanse overheid nog een significante invloed hebben.

Tabel 6. Coëfficiënten en hun significantie: kapitaalmarktrente Verenigde Staten

Variabele	Coëfficiënt	T-waarde
Constante	1,29	2,3
Geldmarktrente (1 kwartaal vertraagd)	0,56	12,8
Inflatieverwachting	0,27	5,6
Lopende rekening betalingsbalans op kwartaalbasis (in procenten van het bnp)	-0,85	-7,0
Financieringstekort (in procenten van het bnp)	-0,22	-2,4
Aantal waarnemingen	74	
Correlatie-coëfficiënt (R)	0,97	
Durbin-Watson-statistic	2,07	

Hoewel een uitgebreider model een hogere correlatiecoëfficiënt kende is toch aan het bovenstaande model de voorkeur gegeven. De reden hiervoor was dat de additioneel opgenomen variabelen al in het geldmarktmodel vertegenwoordigd waren en bovendien de als belangrijk gekenschetste variabelen als de positie op de lopende rekening van de betalingsbalans en het financieringstekort wegdrukten door het optreden van hoge multicollineariteit.

Het toekomstige renteverloop

We hebben het ons met het opstellen van een rentemodell op het eerste gezicht niet veel makkelijker gemaakt. We moeten nu namelijk voor vele tientallen variabelen prognoses opstellen voordat we in staat zijn iets over het toekomstige verloop van de rente te

zeggen. Omdat de ontwikkelingen in de Verenigde Staten centraal staan bij zowel de Nederlandse als de Duitse renteontwikkeling beginnen we onze prognoses met de Amerikaanse geld- en kapitaalmarktrente.

Renteontwikkeling in de VS

Bij de rente-ontwikkeling in de VS staat voorop de veronderstelde daling van het tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans door de daling van de dollar van bijna 4% nu tot ongeveer 2% ultimo 1986. Bij een licht oplopende inflatie tot ongeveer 6% aan het einde van 1986 en een licht teruglopende liquiditeitsquote zal het bnp in 1986 stijgen met ruim 3%. Voor de geldmarktrente betekent dit het volgende:

- 1e kwartaal 1986 6,0%;
- 2e kwartaal 1986 4,5%;
- 3e kwartaal 1986 4,0%;
- 4e kwartaal 1986 6,0%.

De stijging aan het eind van het jaar wordt veroorzaakt door het oplopen van de inflatie en het verder teruglopen van de liquiditeitsquote van ruim 64% nu tot \pm 62% in het vierde kwartaal van 1986.

Voor de kapitaalmarkt speelt het financieringstekort een rol. Dit bedraagt nu ruim 5% op jaarbasis. Door enige bezuinigingen en door de economische groei zal het - licht - dalen tot niveaus net onder de 5%. Een daling van het tekort tot \$ 144 mrd., waarvan in een amendement van Gramm-Rudman gesteld wordt dat dit in 1987 bereikt moet zijn, wordt dus nog maar zeer ten dele voorzien. Dit resulteert in de volgende ontwikkeling:

- 1e kwartaal 1986 9,5%;
- 2e kwartaal 1986 9,0%;
- 3e kwartaal 1986 8,4%;
- 4e kwartaal 1986 7,8%.

De ontwikkeling in Duitsland

Naast de afhankelijkheid van de rente-ontwikkeling in de VS spelen voor de geldmarktrente in Duitsland de stand van de conjunctuur en de geldhoeveelheid (M1) een rol. De economie zal op een groeipercentage van ongeveer 3% terechtkomen, hetgeen vooralsnog bij een waarschijnlijk zéér geringe inflatie van 1 à 2% de mogelijkheid van een zekere continuering van de ruim-geld-politiek openhoudt. Dat het mogelijk is de hoge groeipercentages van M1 van 15% en meer te handhaven lijkt echter onwaarschijnlijk. Hierdoor zal er in de loop van het jaar enige opwaartse druk op het renteniveau ontstaan. De resultaten zijn als volgt:

- 1e kwartaal 1986 4,6%;
- 2e kwartaal 1986 4,8%;
- 3e kwartaal 1986 5,2%;
- 4e kwartaal 1986 5,6%.

Voor de ontwikkeling van de kapitaalmarktrente speelt de veronderstelde daling van de dollar tot \pm DM 2,40 slechts een geringe rol. De inflatie zal nog maar nauwelijks dalen en de geld-

marktrente zal wat stijgen. Voor de kapitaalmarktrente houdt dit het volgende in:

- 1e kwartaal 1986 6,2%;
- 2e kwartaal 1986 6,1%;
- 3e kwartaal 1986 6,2%;
- 4e kwartaal 1986 6,4%.

Met deze ontwikkeling blijkt Duitsland de rentedaling in de VS niet te volgen. Dit valt overigens goed te rijmen met een ontwikkeling, waarin de groei vooral door binnenlandse factoren zal worden gedragen.

De ontwikkeling in Nederland

De ontwikkeling in Nederland is voor een groot deel reeds vastgesteld door de uitkomsten voor Duitsland en de Verenigde Staten. De ontwikkeling van de betalingsbalans zal door de lagere dollar en de lagere groei in de VS wat minder uitbundig zijn dan in de afgelopen twee jaar. De conjunctuur zal zich gunstig ontwikkelen zonder dat er overigens van enige oververhitting sprake zal zijn. De geldmarktrente ziet er dan als volgt uit:

- 1e kwartaal 1986 4,7%;
- 2e kwartaal 1986 4,8%;
- 3e kwartaal 1986 5,2%;
- 4e kwartaal 1986 5,8%.

Hetzelfde beeld als we gezien hebben voor Duitsland komen we ook dus in Nederland tegen. De rentedaling in de loop van 1986 in de VS wordt in Nederland voor wat betreft de korte rente niet gevolgd!

Ook voor de kapitaalmarktrente gaat dit op. Er resteert nog een klein, rentematigend, effect op grond van de daling van de inflatie. Mocht zich in het vierde kwartaal weer het seizoenseffect van de afgelopen jaren voordoen, dan is in ons land volgend jaar sprake van een structurele daling van de rente. De resultaten zien er dan als volgt uit:

- 1e kwartaal 1986 6,5%;
- 2e kwartaal 1986 6,4%;
- 3e kwartaal 1986 6,2%;
- 4e kwartaal 1986 6,2%.

Indien er rekening gehouden zou worden met het voornoemde seizoenseffect, dan zou de Nederlandse lange rente nog meer onder die van Duitsland dalen, hetgeen zeer onwaarschijnlijk lijkt. In deze presentatie wordt geen rekening gehouden met de effecten van de onzekerheden rond de verkiezingen in mei 1986. Dit kan een additionele opwaartse druk op vooral de korte rente tot gevolg hebben.

Conclusie

Gezien het algemene beeld mag verwacht worden dat de rente internationaal zal dalen. Dit zal vooral in de Verenigde Staten het geval zijn. De geringe rentedaling die het model voor Duitsland laat zien, is waarschijnlijk het ge-

volg van de beperkte transmissie-mechanismen in het model tussen Duitsland en de Verenigde Staten. Deze zijn voor Nederland veel groter. De rente in Duitsland lijkt dan ook wat overschat (vooral voor het vierde kwartaal).

C.J. Prins

De auteur is directeur van NV Interbeheer en Jadebeheer BV en als zodanig verantwoordelijk voor de beleggingsfondsen Esmeralda en Jade fonds.

