

De rente in 1987

ESB

Rubrieken

Evenals vorig jaar 1) is binnen ITEC een nieuw rentemodel ontwikkeld om aan de hand van macro-economische verwachtingen een rentevoorspelling te maken. Was het voorgaande model gebaseerd op een periode van bijna 20 jaar, opgebouwd vanuit kwartaalgegevens, in deze versie is geopteerd voor een kortere periode ten einde de recente verschuivingen op de internationale kapitaalmarkten beter tot hun recht te laten komen. Hopelijk zal ook dit model resulteren in praktisch bruikbare resultaten.

De voorspellingen voor 1986

De verwachtingen voor 1986 konden worden samengevat in een drietal kernelementen:

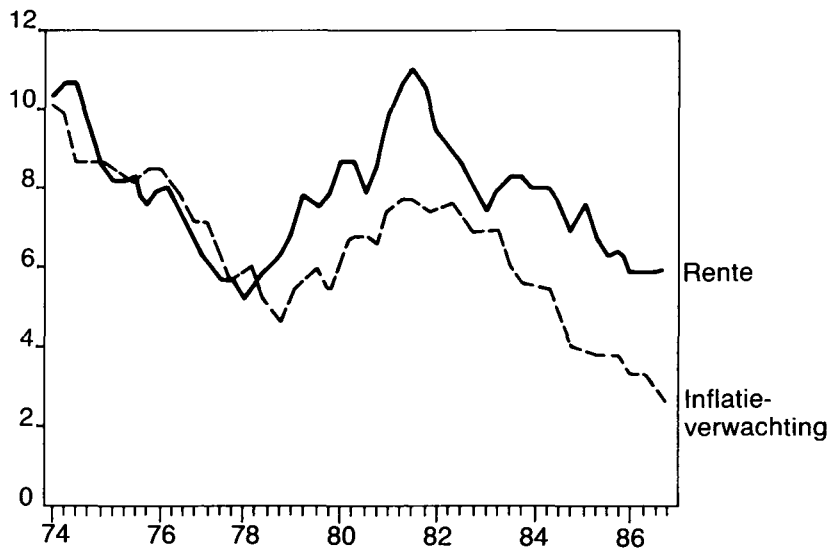
- de rente in de VS zou gaan dalen van niveaus boven de 10% tot onder de 8%;
- de Nederlandse en Duitse kapitaalmarktrente zou slechts in beperkte mate mee omlaag gaan en blijven fluctueren rond de 6%;
- de Duitse kapitaalmarktrente zou rond het einde van het jaar uitstijgen boven die in Nederland.

Deze drie ontwikkelingen blijken zich in de praktijk inderdaad te hebben voorgedaan. Dit wil niet zeggen dat alle elementen die voor de prognose nodig waren perfect voorspeld werden. Enige onderdelen ontwikkelden zich anders doch kenden compenserende krachten. Zo daalde de Amerikaanse dollar sterker dan verwacht. Daar stond tegenover dat de tekorten op de lopende rekening minder gunstig uitkwamen. Het feitelijke tempo van de rentedaling in de VS verliep sneller dan met het model werd berekend. Per saldo gaf het model overigens gezien bovengenoemde kernelementen een alleszins bevredigend resultaat.

Het nieuwe model voor 1987

Een van de schoonheidsfoutjes in het vorige model was het feit dat de inflatie per vergelijking soms in drie verschillende gedaanten voorkwam. Dit geeft niet alleen kans op multicollineariteit, maar leidt er ook toe dat gezien het kleinere aantal vrijheidsgraden de kans op het vinden van significante variabelen geringer is. Dit is belangrijk bij kortere schattingsperiodes. Om aan dit euvel tegemoet te komen is getracht om de drie samenstellende delen van deze inflatieterm, te weten de

Figuur 1. Inflatieverwachting en kapitaalmarktrente in West-Duitsland



trendmatige inflatie(verwachting), de feitelijke inflatie en de fluctuatiegraad van de inflatie (inflatie-onzekerheid) in één variabele onder te brengen. Deze variabele is de inflatieverwachting $E(P_c)$ genoemd:

$$E(P_c)_t = \bar{P}_c + \sigma P_c$$

In woorden: de inflatieverwachting is gelijk aan de som van het 10 kwartaals voortschrijdend gemiddelde van de inflatiecijfers per kwartaal en de standaardafwijking hiervan.

In figuur 1 zien we aan het voorbeeld voor West-Duitsland dat er een grote overeenkomst is tussen de kapitaalmarktrente en deze inflatieverwachting. Het blijkt vooral de structurele trend te zijn die door deze inflatiecomponent wordt weergegeven.

Deze inflatieverwachting werkt in de praktijk als volgt. Bij een plotselinge stijging van de prijzen zullen zowel het voortschrijdend gemiddelde als de standaardafwijking toenemen met als gevolg dat de verwachtingswaarde van de inflatie eveneens stijgt. Bij een plotselinge daling van het niveau van de inflatie neemt weliswaar de trendmatige stijging af, maar zal de standaardafwijking veelal de neiging hebben toe te nemen. Een daling van de inflatie werkt dan gedempt door.

Omdat in het model van vorig jaar dezelfde grootheden als nu zijn opgenomen kan verder worden volstaan met de navolgende 'flowchart' van het model, dat de hoofdlijnen van het model weergeeft (figuur 2).

Het doel van het model is op grond van een evenwichtige set macro-economische gegevens te komen tot een realistische en consistente renteverwachting. Daarnaast is het mogelijk gevoeligheidsanalyse uit te voeren, die vragen kunnen beantwoorden als: Wat zou er moeten gebeuren met de rente-beïnvloedende factoren wil de rente in Nederland inderdaad kunnen zakken tot 3 à 4%?

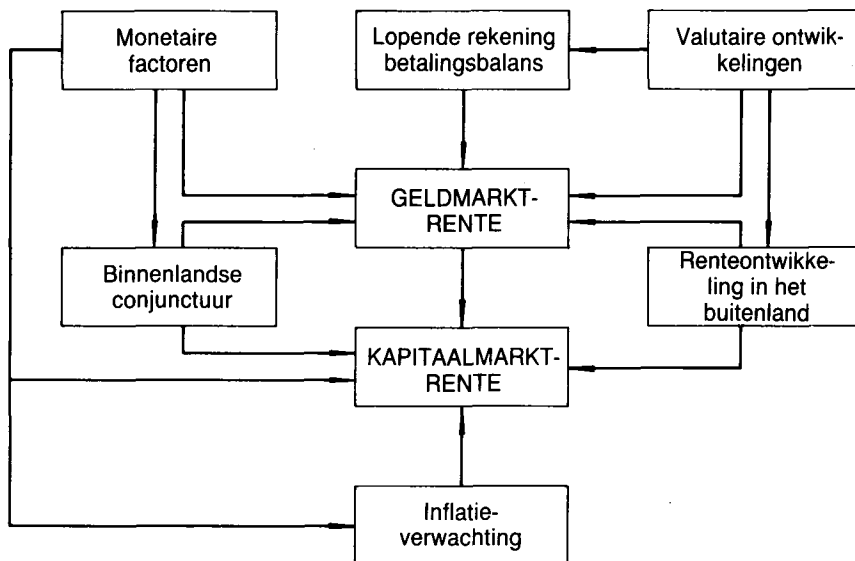
Voor de schatting van het model is wederom gebruik gemaakt van kwartaalgegevens, startend in 1974 en eindigend in het tweede kwartaal van 1986. In totaal gaat het dus om 50 kwartalen, hetgeen voor prognose voor een jaar als ruim voldoende mag worden gekwalificeerd.

De geldmarktrente

Hoewel het niet mogelijk is voor de VS, West-Duitsland en Nederland een totaal identieke modelspecificatie te schatten, is wel geprobeerd de modellen zoveel mogelijk op elkaar aan te laten sluiten. De conjunctuurvariabele is dan ook in het ene geval de kwartaalgroei van het bnp (VS) en in een ander geval, omdat geen kwartaalcijfers op korte termijn beschikbaar zijn, een speciaal geconstrueerde conjunctuurindex (Nederland). Daarnaast is het

1) C.J. Prins, De rente in 1986, ESB, 26 februari 1986.

Figuur 2. Het rentemodel in hoofdlijnen



Tabel 1. Het geldmarktmodel

	Verenigde Staten		West-Duitsland		Nederland	
Constate	0,31	(10,1)	0,62	(0,5)	0,61	(1,0)
Lopende rekening	-	-	-0,13	(-2,0)	-0,13	(-2,2)
Conjunctuurstand	0,16	(4,1)	-	-	0,89	(3,3)
Dummy	4,44	(4,1)	-	-	4,64	(6,3)
Vertraagde drie-maands rente	0,71	(7,4)	0,73	(14,9)	-	-
Korte rente VS	-	-	0,18	(3,1)	0,38	(12,1)
Korte rente West-Duitsland	-	-	-	-	0,56	(12,1)
Vertraagde M2/bnp	-0,44	(-2,9)	-	-	-	-
Groei M1 +	-0,16	(-3,4)	-0,05	(-2,8)	-	-
Correlatie (R)	0,93	-	0,97	-	0,92	-
DW-waarde	1,82	-	1,88	-	1,42	-

Tabel 2. Het kapitaalmarktmodel

	Verenigde Staten		West-Duitsland		Nederland	
Constate	-0,03	(-0,0)	-0,07	(-3,0)	-1,63	(2,6)
Vertraagde drie-maands rente	0,63	(8,4)	0,28	(6,8)	0,31	(13,3)
Conjunctuurstand	0,07	(2,1)	0,04	(4,7)	-	-
Inflatieverwachting	0,24	(2,3)	0,67	(8,8)	0,29	(10,2)
Mutatie \$ in %	-	-	-0,02	(-2,5)	-0,05	(-4,2)
Seizoendummy	-	-	-	-	-0,30	(-2,1)
Lange rente VS	-	-	-	-	0,12	(6,6)
Lange rente West-Duitsland	-	-	-	-	0,18	(6,6)
Liquideitsquote	-	-	0,19	(3,2)	-	-
Lopende rekening	-0,81	(-3,2)	-	-	-	-
Financieringstekort	-0,28	(-2,2)	-	-	-	-
Correlatie (R)	0,93	-	0,94	-	0,96	-
DW-waarde	1,80	-	1,63	-	2,08	-

voor een klein land belangrijk om de gebeurtenissen in het buitenland mee te nemen. Zo is voor de bepaling van de drie-maandsrente in Nederland naast de invloed van de geldmarktrente in de VS ook die in West-Duitsland van groot belang.

Evenals in de versie van vorig jaar is voor Duitsland en de VS wederom een Koyckse vertraging gehanteerd om geleidelijk werkende invloeden te kunnen opnemen. In Nederland en in de VS is incidenteel sprake geweest van de invloeden van een extreme monetaire politiek op het renteniveau. In ons land denken we dan in eerste instantie aan monetaire maatregelen die dienden ter ondersteuning van de koers van de

gulden ten opzichte van de belangrijkste handelspartners, met name West-Duitsland. In deze gevallen is een dummy-variabele opgenomen. Dit is voor Nederland gebeurd in het derde kwartaal van 1976 en het vierde kwartaal van 1979 en voor de VS in het vierde kwartaal van 1980 om het effect van de extreme krapgeldpolitiek op te nemen. De schattingsresultaten volgens de techniek der kleinste kwadraten zijn in tabel 1 samengevat, met tussen haakjes de t-waarden van de coëfficiënten.

Deze vorm van onderlinge afhankelijkheid, waarin de rente in West-Duitsland en Nederland mede afhankelijk is van die in de VS, leidt er wel toe

dat eventuele fouten in de prognoses ver doorwerken. Uit het stroomschema blijkt wel dat dit niet alleen tot de geldmarktrente beperkt blijft. Het open karakter van de Nederlandse economie blijkt uit de grote invloed die uitgaat van de buitenlandse rente.

De kapitaalmarktrente

De huidige vorm van de vergelijking wijkt behalve voor de inflatieverwachting weinig af van de die van vorig jaar. De kortere schattingsperiode heeft derhalve niet voor veel grote veranderingen gezorgd. De belangrijkste wijziging die is doorgevoerd is het afzien van gecompliceerde vertragsvormen. De hypothese was dat de inflatetermin, zoals deze nu is ontwikkeld, voldoende tegemoet moest komen aan de behoefte aan een lange-termijnvariabele. De bereikte resultaten zijn in tabel 2 samengevat.

Een sailant detail is het verschil in tekenen dat de liquideitsquote kan hebben op korte en op lange termijn. Op korte termijn speelt het geldmarktverruimende aspect een rol, terwijl op lange termijn een inflatiecomponent mee kan spelen. Dan kan een hoge liquideitsquote een potentieel inflatiegevaar inhouden. Het is dan ook niet toevallig, dat dit effect zich uitgerekend in West-Duitsland voordoet. De omvang van dit effect is de afgelopen 10 jaar overigens zeer beperkt geweest. De gevoeligheid van de rente-ontwikkeling in Duitsland voor de inflatieverwachting blijkt ook uit de hoge coëfficiënt van deze variabele in vergelijking met die voor de VS en voor Nederland.

De rente in 1987

De contouren voor de economische ontwikkeling in 1987 kunnen per land als volgt worden samengevat.

Voor de Verenigde Staten lijkt het aantrekken van de conjunctuur in de tweede helft van het jaar mogelijk. De lagere dollar zal vooral de exportindustrie stimuleren, terwijl de binnenlandse afzet in de VS minder te kampen zal krijgen met concurrentie uit het buitenland. Ook de import lijkt te kunnen dalen. De groei van het bnp kan hierdoor per ultimo 1987 boven de 3% op jaarbasis gekomen zijn. De betalingsbalans zal zich verbeteren, terwijl mede door de toegenomen groei de financieringstekorten van de overheid als percentage van het bnp zullen dalen van ruim 4,5% naar niveaus onder de 4%. De monetaire politiek zal expansief blijven, omdat de groei van de geldhoeveelheid die van de productie zal blijven overtreffen. De inflatie zal een licht stijgende lijn laten zien en op ongeveer 4% op jaarbasis uitkomen in het vierde kwartaal.

Voor West-Duitsland lijkt een terug-

Tabel 3. Resultaten drie-maandelijke geldmarkt

	1987-I	1987-II	1987-III	1987-IV
Verenigde Staten	5,6	5,6	5,6	5,7
West-Duitsland	4,3	4,1	4,0	4,1
Nederland	6,0	5,8	5,7	6,0

Gegeven de bovenvermelde uitgangspunten lijkt de rente in West-Duitsland wat verder terug te lopen dan die in Nederland, terwijl die in de VS gekenmerkt wordt door een hoge mate van stabiliteit.

Tabel 4. Resultaten kapitaalmarktrente

	1987-I	1987-II	1987-III	1987-IV
Verenigde Staten	8,9	8,4	8,2	8,2
West-Duitsland	5,9	5,5	4,8	4,7
Nederland	6,3	6,1	5,9	5,7

lopende groei met een dalende export en een afnemend overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans voor 1987 een beetje op het tegenbeeld van de verwachtingen voor de VS. De inflatie zal historisch laag blijven op een niveau van bijna 2% op jaarbasis in het vierde kwartaal. De monetaire politiek zal niet bovenmatig expansief zijn, maar toch nog ruimte bieden voor een verdere verlaging van de geldmarktrente.

Voor *Nederland* is een ontwikkeling analoog aan die voor Duitsland te verwachten, waarbij het overschot op de lopende rekening wat minder zal dalen dan in Duitsland. De groei zal afnemen en de inflatie zal fractioneel boven die in Duitsland komen te liggen. Op grond van deze verwachtingen laten zich de volgende rentevoorspellingen berekenen die in tabel 3 zijn weergegeven voor de geldmarktrente en in tabel 4 voor de kapitaalmarktrente.

Op basis van deze uitkomsten lijkt de conclusie gewettigd dat de lange rente in de VS sterker gedaald is dan onder normale omstandigheden mogelijk is. Er is een voorschot genomen op een toekomstige rentedaling ten einde de dollar op een lager niveau te krijgen. Dit effect is ongeveer 1,5%! Het lijkt er tevens op dat het rente-ecart tussen Duitsland en Nederland weer groter wordt. De dalende tendens in de rentebeweging lijkt voorlopig nog geen einde bereikt te hebben, al is een versnelde reactie op de te ver doorgeschoten rente in de VS via een versnelde rentedaling in Duitsland, Nederland en mogelijk Japan dan wel een lichte rentestijging in de VS mogelijk. Tevens dient zich aan het einde van het jaar in Nederland de kans op een omgekeerde rentestructuur aan.

C.J. Prins

De auteur is voorzitter van de directie van ITEC Beheer B.V.