

## De rentegevoeligheid van het Nederlandse bedrijfsleven

*Het Nederlandse bedrijfsleven heeft meer profijt van een verlaging van de lange rente, dan van een lagere korte rente. De grootste voordelen van renteverlaging doen zich pas voor op de langere termijn.*

Zelden is de discussie over het belang van de rente voor het stimuleren van economische activiteit heftiger geweest dan in het afgelopen jaar. De opvattingen over dit onderwerp bleken in verschillende Europese landen sterk uiteen te lopen. In sommige landen is men van mening dat een verlaging van de geldmarktrente een sterke conjunctuurimpuls geeft. Deze opvatting leeft vooral in landen waar een belangrijk aandeel van de schuld van bedrijven, particulieren en overheid kort wordt gefinancierd, zoals Italië en het Verenigd Koninkrijk. In andere landen acht men de invloed van de geldmarktrente op de conjunctuur gering en is men van mening dat de 'link' tussen rente en conjunctuur vrijwel alleen via de kapitaalmarktrente loopt. In dat geval moeten de monetaire autoriteiten via een geloofwaardig en dus soms krap geldmarktbeleid het vertrouwen van de financiële markten in de eigen munt zien veilig te stellen, omdat dit vertrouwen bijdraagt aan de vraag naar obligaties en dus aan een lage kapitaalmarktrente. De Nederlandse monetaire autoriteiten vallen in deze laatste categorie.

Uiteenlopende opvattingen over monetair beleid leiden tot verschillende wijzen waarop het monetaire instrumentarium kan worden ingezet en mede daardoor tot verschillen in geloofwaardigheid van het valutaire beleid in een aantal Europese landen. Deze verschillen worden door de financiële markten haarfijn aangevoeld en hebben mede bijgedragen aan de crisis in het Europees Monetair Stelsel.

Gezien het bovenstaande is de vraag actueel, hoe het in Nederland gesteld is met de invloed van rentedalingen op de conjunctuur, zeker ook omdat de gedaalde rente in de huidige

ge zwakke conjunctuur een van de weinige lichtpunten vormt. Van de overheid zijn, gezien de budgettaire problemen, weinig conjunctuurimpulsen te verwachten. Daarom gaan wij in dit artikel na, hoe het bedrijfsleven profiteert van de lagere rente. Daarbij onderscheiden wij directe en indirecte effecten.

### Directe effecten rentedaling

Wat is de invloed van een daling van de korte en de lange rente bij een gegeven balansstructuur van Nederlandse bedrijven? Oftewel, als we de rentedragende tegoeden en verplichtingen van bedrijven constant veronderstellen, hoe groot is dan de daling in rentelasten en rentebaten als gevolg van een daling van de rente<sup>1</sup>? Bij de beantwoording van deze vraag zien we dus af van gedragseffecten die optreden als gevolg van de rentedaling, zoals het effect van een rentedaling op de neiging van bedrijven om meer te gaan investeren en daarvoor nieuwe leningen aan te gaan.

De kredieten van banken en andere financiële instellingen (exclusief hypotheekbanken) aan bedrijven hadden in 1992 een omvang van f 325 mrd. Circa 30% hiervan bestond uit kort krediet. De tegoeden van het Nederlandse bedrijfsleven bij banken en financiële instellingen hadden een omvang van bijna f 135 mrd. Hiervan

1. De berekening in deze paragraaf is in belangrijke mate gebaseerd op de volgende artikelen: F.L.I. van de Walle, Rentelasten en rentebaten van het Nederlandse bedrijfsleven, *Kwartaalbericht DNB 1983/3*; en A.A. van der Werff, Rentelasten en rentebaten van het Nederlandse bedrijfsleven (1983-1986), *Kwartaalbericht DNB 1987/2*.

stond een zeer klein gedeelte lang uit, namelijk circa 7%. In 1992 bedroegen de netto rentelasten naar schatting ruim f 20 mrd., dat is circa 5,4% van de netto toegevoegde waarde van bedrijven<sup>2</sup>.

Tabel 1 geeft weer met welk bedrag de binnenlandse rentelasten van het Nederlandse bedrijfsleven afnemen als gevolg van een rentedaling met een procentpunt. Daarbij is uitgegaan van het gemiddelde bedrag aan tegoeden en opgenomen kredieten in 1992 van bedrijven bij banken en overige financiële instellingen. Andere kredietvormen, bij voorbeeld leningen die door bedrijven rechtstreeks zijn opgenomen bij het publiek, zoals obligaties in handen van particulieren, en leningen van bedrijven aan particulieren, zoals bij koop op afbetaling, zijn niet meegerekend. Deze posten heffen elkaar deels op, en zijn kwantitatief waarschijnlijk niet zo belangrijk dat het algehele beeld door de weglating hiervan wordt vertekend. Verder wordt verondersteld dat de langlopende kredieten vastrentend zijn en wordt geabstraheerd van het afdekken van renterisico's met behulp van derivaten.

Er is onderscheid gemaakt tussen de doorwerking van de rentedaling op korte termijn (een jaar) en op langere termijn. Dit onderscheid is gebaseerd op de veronderstelling dat de oorspronkelijke looptijd van lang opgenomen kredieten vijf jaar bedraagt en van lang uitgezette deposito's twee jaar. Een rentedaling komt voor deze categorieën pas na verloop van tijd volledig in de rentelasten resp. -baten tot uitdrukking.

Uit tabel 1 blijkt dat per saldo een gelijke daling van de korte rente en van de lange rente leidt tot duidelijke directe voordelen voor het bedrijfsleven, zowel op de korte als de langere termijn. Echter, zeer opmerkelijk is het feit dat voor Nederlandse bedrijven het directe effect van een daling van de korte rente ongunstig is. Dit is ten opzichte van de situatie van enige jaren geleden een belangrijke verandering. In 1987 was het directe effect van een korte-rentedaling op de netto rentelasten van bedrijven nog duidelijk positief. Sinds het midden van de jaren tachtig is de liquiditeitspositie van bedrijven in sterke mate toegenomen, vooral onder invloed van het winstherstel dat in de tweede helft van de jaren tachtig is opgetreden<sup>3</sup>. Dit heeft ertoe geleid dat de kortlopende creditsaldi van bedrijven bij financiële instellingen duidelijk groter zijn geworden dan de kortlopende verplichtingen van bedrijven.

Het directe effect van een daling van de lange rente op de netto rentelasten is zeer gunstig. Bedrijven houden relatief weinig langlopende tegoeden aan, terwijl de langlopende verplichtingen een belangrijk onderdeel van de balans uitmaken. Na een jaar werkt een rentedaling nog relatief bescheiden door in de rentelasten, omdat een deel van de langlopende schulden van bedrijven nog doorloopt tegen de oude rentetarieven. Op langere termijn echter zijn de directe voordelen van een lager niveau van de lange rente omvangrijk, zoals uit bovenstaande tabel blijkt. Deze gegevens wijzen erop dat de

lange rente veel belangrijker is voor het Nederlandse bedrijfsleven dan de korte rente.

## Indirecte effecten

In het bovenstaande veronderstelden wij de rentedragende tegoeden en verplichtingen van bedrijven constant. Echter, in geval van een rentedaling treden belangrijke gedragseffecten op. Leningen worden goedkoper, tegoeden leveren minder op, zodat bedrijven hun balansverhoudingen zullen aanpassen. Deze zullen aan de ene kant de directe effecten van een rentedaling enigszins afzwakken. Als bedrijven in reactie op een rentedaling meer krediet opnemen, dan nemen de rentelasten minder sterk af dan bij constante balansverhoudingen. Aan de andere kant echter leveren de investeringen die bedrijven doen een bijdrage aan de versterking van hun concurrentiepositie.

Op langere termijn hebben de indirecte effecten van een rentedaling een duidelijk positief effect op de winstgevendheid van bedrijven, langs de volgende kanalen. Een daling van de rente heeft een sterk positieve invloed op de bedrijfsinvesteringen. Ook de particuliere consumptie reageert positief. De productie van bedrijven neemt toe door de toename van de bestedingen.

Tabel 2 vat de voor bedrijven belangrijkste gevolgen samen van een verlaging van zowel de korte rente als de lange rente met een procent-

**Tabel 1. Directe doorwerking van een daling van korte en lange rente met een procentpunt, in mrd guldens<sup>a</sup>**

	Kort	Lang	Totaal
<b>Rentelasten</b>			
Doorwerking na 1 jaar	-0,95	-0,46	-1,41
Volledige doorwerking	-0,95	-2,30	-3,25
<b>Rentebaten</b>			
Doorwerking na 1 jaar	-1,03	-0,05	-1,08
Volledige doorwerking	-1,03	-0,10	-1,13
<b>Netto rentelasten</b>			
Doorwerking na 1 jaar	+0,09	-0,41	-0,32
Volledige doorwerking	+0,09	-2,21	-2,12

a. Uitgegaan wordt van de gemiddelde balansverhoudingen van 1992. Vergeleken wordt de situatie waarin de rente constant zou blijven op het gemiddelde niveau van 1992, met de situatie waarin de rente na 1992 constant blijft 1% punt beneden dit renteniveau.

2. Voor de berekening van de rentelasten hebben we voor het lange krediet gebruik gemaakt van het vijfjaars voortschrijdend gemiddelde van het tarief van onderhandse leningen aan nutsbedrijven, en voor de korte-rentelasten van de debetrente voor rekening-courant krediet. Omdat deze tarieven gelden voor prima debiteuren, vindt door deze werkwijze enige onderschatting van de werkelijke rentelasten plaats. Bij de berekening van de rentebaten is voor kortlopende tegoeden het tarief driemaands kasgeld lagere overheid gehanteerd, voor girale tegoeden de vergoeding op rekening courant en voor de lange tegoeden het 2-jaars voortschrijdend gemiddelde van het tarief voor termijnspaartegoeden met een vaste termijn van twee jaar.

3. Zie ook L. de Haan (e.a.), De stijging van het liquiditeitsbezit in de jaren tachtig - een enquête onder Nederlandse bedrijven en instellingen, *DNB Monetaire Monografieën* 12, 1992.

**Tabel 2. Indirecte effecten van een korte- en lange-renteverlaging van een procentpunt, extra toename in procentpunten**

	Volgens DNB		Volgens CPB	
	Na 1 jaar	Volledig	Na 1 jaar	Volledig
• Bruto bedrijfsinvesteringen (vol.)	2	2,2	2,4	3,1
• Particuliere consumptie (vol.)	0,2	1	0,1	0,6
• Productievolume bedrijven	0,6	0,5	0,8	0,9
• Bruto binnenlands produkt (vol.)	0,5	0,6	0,7	0,9
• Kort bankkrediet private sector en overheid (stand)	0	2,4		
• Netto lang bedrijf banken (stand)	-2	1,5		

Bron: DNB, *Monetaire Monografiën*, nr. 13, blz. 38-39.

punt, zoals die door de Nederlandse Bank respectievelijk het Centraal Planbureau worden ingeschat<sup>4</sup>. Daarbij is ervan uitgegaan dat een rentedaling in Nederland het gevolg is van een even grote rentedaling in Duitsland. Een rentedaling in Duitsland heeft via een algehele verlaging van renteniveaus in Europa tevens een gunstig effect op de economieën van andere landen, hetgeen gunstig is voor de wereldhandel en dus ook voor Nederlandse exporteurs.

Uit tabel 2 blijkt dat het effect van een rentedaling op de investeringen aanzienlijk is. Uiteindelijk resulteert een extra investeringsgroei van 2 à 3 % als gevolg van de 1%-punt lagere rente. Verder stijgt het netto lange bedrijf van de banken, dat zijn de lange uitzettingen minus de lang aangetrokken middelen, pas op langere termijn, dit onder de veronderstelling dat de lang aangetrokken middelen van de banken minder toenemen dan de lange uitzettingen. Volgens het DNB-model worden nieuwe investeringen in eerste instantie vooral met aanwezige kasmiddelen gefinancierd, en leiden deze pas op de wat langere termijn tot een duidelijke toename van het langlopende bankkrediet. Ook het korte bankkrediet laat pas op langere termijn een duidelijke stijging zien. Dit impliceert dat de invloed van een rentedaling op de omvang van banktegoeden en -verplichtingen van bedrijven zich vooral op de termijn langer dan een jaar laat voelen.

Een daling van de rente draagt via een hogere afzet, een hogere productie, hogere investeringen en lagere rentelasten bij aan een belangrijke verbetering van de winstgevendheid van bedrijven. Deze verbetering van de winstgevendheid doet zich vooral op de wat langere termijn voor. Op

korte termijn zijn de effecten duidelijk geringer. Uit de berekening van de directe effecten bleek dat bij gegeven balansverhoudingen een verlaging van de lange rente de belangrijkste rol speelt in de verlaging van de netto rentelasten. Het is waarschijnlijk dat dit wederom voor de hierboven gemelde indirecte effecten geldt.

### Huidige situatie en vooruitzichten

Tussen begin september 1992 en heden is het promessedisconto veertien maal verlaagd vanaf 9,75% naar 6,25%. De debetrente op rekeningcourantkrediet is gekoppeld aan het promessedisconto. De Nederlandse lange rente is sinds september vorig jaar gedaald met ruim 2,5%-punt.

Uitgaande van de gemiddelde tegoeden en verplichtingen van bedrijven in 1992, is de directe invloed van de bovengenoemde gerealiseerde rentedalingen op de bedrijfskosten (dus afgezien van gedragseffecten) na een jaar zeer gering. Uit tabel 1 blijkt dat een daling van de lange rente met 2,5%-punt na een jaar leidt tot een verlaging van de rentelasten met circa f 1 mrd. De grotere daling van de korte rente (met 3,5%-punt) echter, leidt tot een verlaging van de rentebaten. Daarbij moet worden opgemerkt dat in 1993 een aanzienlijke omzetting van 'oude' lange leningen en van kortlopende leningen in nieuwe lange leningen heeft plaatsgevonden, zodat de verlaging van lange-rentelasten na een jaar bij gegeven balansverhoudingen waarschijnlijk een onderschatting geeft van het werkelijk gerealiseerde voordeel na een jaar.

Op langere termijn is de directe invloed van deze rentedalingen zeer gunstig. Uitgaande van de gemiddelde balansverhoudingen in 1992 lei-

den de gedurende het afgelopen jaar gerealiseerde rentedalingen tot een verlaging van de netto rentelasten met meer dan f 5 mrd over een periode van vijf jaar. Dat is ongeveer een kwart van de netto rentelasten in 1992.

Naar verwachting zal de lange rente nog licht verder kunnen afnemen. Voor de korte rente wordt een sterkere daling verwacht tot eind volgend jaar. De directe effecten van deze rentedalingen zullen op termijn de al genoemde voordelen verder doen toenemen.

Naast de directe effecten hebben de gerealiseerde en verwachte rentedalingen een aanzienlijk effect op investeringen, consumptie en productie. De resultaten die tabel 2 geeft voor een rentedaling van 1%-punt, zijn niet direct te vertalen naar effecten die de feitelijke en nog verwachte rentedalingen hebben. Wel kan gesteld worden dat de rentedalingen van het afgelopen en het komende jaar op langere termijn een flinke extra bijdrage leveren aan de investeringen, de particuliere consumptie en de productie van bedrijven. De invloed van de rentedalingen op de winstgevendheid van bedrijven gaat dus duidelijk verder dan de gerapporteerde directe invloed van de rentedalingen.

Uit de analyse blijkt tevens dat de lange rente veel belangrijker is voor het bedrijfsleven dan de korte rente. De Nederlandse monetaire beleidskeuze om via een geloofwaardig en dus soms krap geldmarktbeleid het vertrouwen van de financiële markten in de gulden veilig te stellen, is dan ook een verstandige. Dit vertrouwen draagt bij aan de vraag naar guldenobligaties en dus aan een lage kapitaalmarktrente.

### Ada van 't Hoenderdal Joris Scheepens

De auteurs zijn werkzaam bij het Economisch Bureau Binnenland van de ABN AMRO Bank. Het artikel is op persoonlijke titel geschreven.

4. Ontleend aan J.A. Bikker (e.a.), Vijfentwintig spoorboekjes van de Nederlandse economie - Een analyse op basis van het DNB-beleidsmodel Morkmon II, *DNB Monetaire Monografiën* 13, 1993.