



## Duits herstel volgens yieldcurve

**Auteur(s):**

Deze rubriek wordt maandelijks samengesteld door Maarten van Rooij, Robert-Paul Berben, Ronald Bosman en Ad Stokman van de Nederlandsche Bank [a.c.j.stokman@dnb.nl](mailto:a.c.j.stokman@dnb.nl)

**Verschenen in:**

ESB, 89e jaargang, nr. 4429, pagina 144, 19 maart 2004

**Rubriek:**

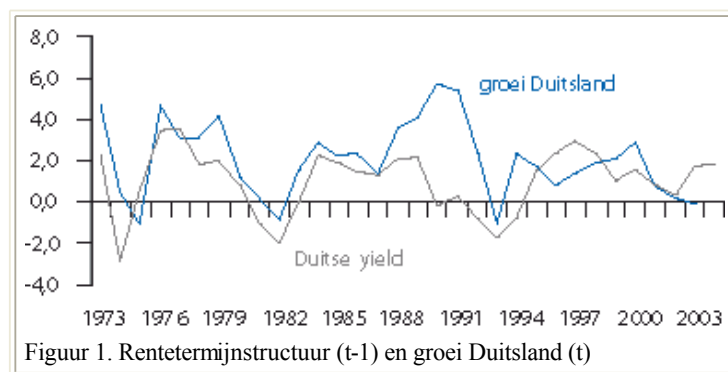
DNB-indicator

**Trefwoord(en):**

Van de beschikbare voorlopende indicatoren is de 'yieldcurve' één van de meest populaire. Deze curve is een grafische weergave van de zogenoemde rentetermijnstructuur, die een verband legt tussen de hoogte van de rente en de resterende looptijd van een schuldtitlel. Doorgaans wordt het verband tussen rentestructuur en conjunctuur verklaard uit de veronderstelling dat het niveau van de lange rente in belangrijke mate de verwachtingen van marktpartijen ten aanzien van de conjunctuur reflecteert. Bij een voorziene conjuncturele opgang bijvoorbeeld zullen marktpartijen een oplopende inflatie verwachten en in samenhang hiermee rekening houden met een rentereactie van de monetaire autoriteiten in de toekomst. Deze verwachtingen zullen in eerste instantie de lange rente doen stijgen ten opzichte van de korte rente, waardoor de yieldcurve steiler wordt. Bij een voorziene conjuncturele neergang zal de yieldcurve afvlakken.

*Duitse yield: goede voorspeller...*

[figuur 1](#) illustreert de samenhang tussen de Duitse yieldcurve en de groei van de Duitse economie. Hierin is de jaarlijkse groei van het reële Duitse bbp afgezet tegen het verschil tussen de Duitse kapitaalmarktrente en driemaands geldmarktrente. De rentespread is daarbij ten opzichte van de bbp-groei één jaar vooruit geschoven, grofweg overeenkomend met de in empirische studies gevonden gemiddelde lead. Uit de figuur blijkt dat yieldspread en economische groei in Duitsland een duidelijke samenhang vertonen. Zo valt het steiler worden van de yieldcurve in de meeste gevallen samen met een versnelling in de groei van het Duitse reële bbp. Een afvlakking van de rentetermijnstructuur gaat gepaard met een vertraging in economische groei. Een uitzondering hierop was het begin van de jaren negentig. In tegenstelling tot wat op grond van de vlakker wordende yieldcurve verwacht zou mogen worden, kreeg de in 1988 ingezette conjunctuuropgang dankzij de Duitse hereniging een bijzonder krachtig vervolg in 1990 en 1991.



Meest in het oog springende feit is de voorspelkracht van de yieldcurve bij naderende periodes van economische krimp. Zo lag in de jaren 1973, 1981 en 1992 de lange rente ruim onder het niveau van de korte rente; economen spreken dan van een inverse rentetermijnstructuur. In 1975, 1982 en 1993 was sprake van negatieve groei van het bbp-volume. Zover is het de laatste paar jaren niet gekomen, al heeft dit weinig gescheeld. Volgens de laatst bekende cijfers was de groei in Duitsland afgelopen jaar

- 0,1 procent. Twee jaar daarvoor was het positieve verschil tussen de lange en korte rente gezakt tot een krappe half procent, om daarna weer op te krabbelen tot twee procent nu.

*...maar niet zo goed als vroeger*

Daarmee lijkt een periode van economisch herstel aangebroken, al is de voorspellende waarde van de yieldcurve tegenwoordig minder overtuigend dan vroeger. Regressieanalyse, waarbij de Duitse groei  $g$  in jaar  $t$  wordt verklaard uit de groei en de yieldspread in jaar  $(t-1)$ , illustreert dit (zie [tabel 1](#)). Rekening houdend met de invloed van de vertraagde groei in de regressievergelijking, leidt een verandering in de rentespread met één procentpunt gemiddeld genomen tot een ongeveer even grote verandering van de groei (zie laatste kolom tabel).

**Tabel 1. Schattingsresultaten Duitsland**  $g(t) = a + bg(t-1) + yield(t-1) + dum90$

schattingperiode	$\alpha$	$\beta$	$\gamma$	R2	$g / (1-b)$
1961-2003	0,57 (1,3)	0,42 (3,5)	0,70 (4,2)	0,43	1,2
1971-2003	0,59 (1,4)	0,39 (3,0)	0,57 (3,8)	0,44	0,9
1981-2003	0,53 (1,2)	0,42 (2,5)	0,44 (2,3)	0,47	0,8

a. dum90 is een dummy voor het jaar van de Duitse monetaireenwording. T-waarden staan tussen haakjes.

Op basis van de geschatte vergelijking over het tijdvak 1981-2003 en de gerealiseerde nulgroei en een yieldspread van bijna twee procent in 2003, zou de Duitse economie dit jaar kunnen gaan groeien met bijna anderhalf procent. Van Duits herstel zal de Nederlandse economie baat hebben ([figuur 2](#)). De januari cijfers over de industriële productie in Nederland zijn in ieder geval hoopgevend.

