

Enkele determinanten van de rente-ontwikkeling in Nederland

DR. C. J. PRINS*

Over de factoren die de hoogte van de rente bepalen, lopen in Nederland de meningen uiteen. Sommigen wijzen het financieringstekort van de overheid aan als belangrijkste determinant van de rentestand, anderen benadrukken het belang van de Amerikaanse rente. In dit artikel worden twee verklarende modellen gepresenteerd; één voor de korte rente en één voor de lange rente. Behalve naar het relatieve belang van beide verklarende factoren wordt o.a. ook gekeken naar de effectiviteit van de geldmarkt- en de discontopolitiek. Eén van de conclusies is dat het financieringstekort de afgelopen jaren geen rente-opdrijvende factor is geweest. Verder blijkt dat via de discontopolitiek en de geldmarktpolitiek de overheid een aanzienlijke invloed heeft op de korte rente. De lange rente lijkt daarentegen nauwelijks te beïnvloeden.

Inleiding

De rentestand was zeker tot voor kort in ons land „torenhoog”. Een groot aantal factoren werd tot boosdoeners aangemerkt. Van deze werden het financieringstekort van de overheid en de hoge rentestand in de Verenigde Staten het vaakst genoemd. Door de hoge financieringstekorten van de centrale overheid werd het bedrijfsleven van de kapitaalmarkt weggedrukt: het kon de rente-eisen van de banken niet meer opbrengen. Daarnaast was als bepalende factor de monetaire politiek van de regering Reagan werkzaam. Sinds eind 1979 was het de Federal Reserve Board (FED) die een stringente groeinorm hanteerde voor de geldhoeveelheid ten einde de inflatie in te dammen. Een hoge prijs van het geld was hiervan het gevolg, niet alleen in de Verenigde Staten, maar door de nauwe verbondenheid van de nationale kapitaalmarkten ook in ons land.

Een belangrijk deel van de economisch-politieke inspanningen is gericht op het verlagen van de rente. Men probeert dit in eerste instantie te bereiken via het terugdringen van het financieringstekort. Zo staat in het recent verschenen regeerakkoord dan ook de passage dat de overheid dient te streven naar „een actief rentebeleid gericht op een binnenlands rentepeil dat zoveel mogelijk beneden het internationale ligt”. Tegen deze achtergrond kunnen we een tweetal vragen stellen:

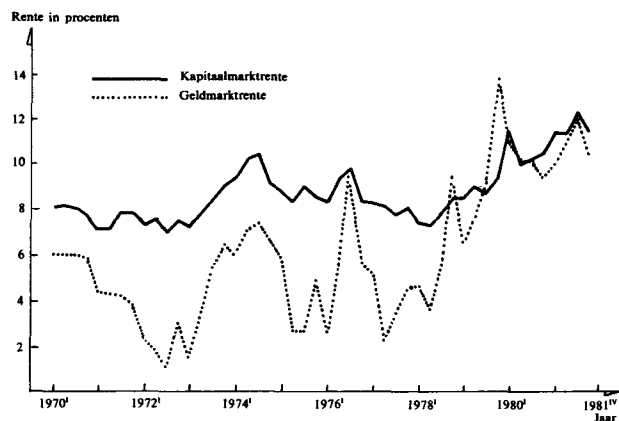
- heeft de overheid de middelen om de rentestand te beïnvloeden en hoe werkzaam zijn deze?
- hoe groot is de invloed van het financieringstekort op het niveau van de kapitaalmarktrente?

In deze analyse zullen de lange en de korte rente beide aan een onderzoek worden onderworpen. Voor de lange rente is die op staatsleningen genomen, de korte rente wordt weerspiegeld door de rente op drie-maands-schatkistpapier. In figuur 1 is te zien dat het bewegingspatroon van beide wel enige parallellen kent, maar toch ook vele specifieke ontwikkelingen.

Het geldmarktmodel

Bij de verklaring van de korte rente is in eerste instantie aansluiting gezocht bij de rente-ontwikkeling in de Verenigde Staten en Duitsland. Daarnaast is gekeken naar de invloed van die variabelen die de ruimte op de geldmarkt in brede zin bepalen. Bij deze laatste categorie van grootheden moeten we denken aan „de

Figuur 1. De rente-ontwikkeling in Nederland

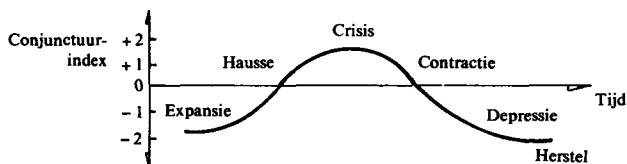


ruimte op de geldmarkt” 1), waaronder begrepen bij voorbeeld het effect van de speciale beleningen en dollarswaps. De positie op de lopende rekening speelt eveneens een rol ten aanzien van de ruimte op de geldmarkt. Daarnaast geeft deze grootheid de hardheid van de nationale valuta weer en weerspiegelt zij het vertrouwen dat het buitenland in onze economie heeft. De kredietvraag van het bedrijfsleven komt tot uiting in de conjunctuurindex, die zich van top tot dal in het algemeen beweegt tussen de waarden +2 en -2. Bij deze grootheid, die bestaat uit het gemiddelde van de genormaliseerde waarden van een vijftal relevante variabelen, spelen een rol de produktie in de nijverheid, het volume van de particuliere bestedingen, het volume van de bedrijfsinvesteringen in vaste activa en de volumina van import en export. Schematisch is de werking in figuur 2 weergegeven.

* De auteur is werkzaam als hoofd van de afdeling Vermogensbeheer van het Spoorwegpensioenfonds te Utrecht.

1) Volgens de definitie van tabel 8.2 van het kwartaalbericht van De Nederlandsche Bank.

Figuur 2. De werking van de conjunctuurindex



Van structurele betekenis voor de hoogte van de rente op de geldmarkt is naast de eerder genoemde ruimte op deze geldmarkt de discontopolitiek van De Nederlandsche Bank. Daar waar het interveniëren op de geldmarkt vaak een kortstondig karakter kan hebben, is een wijziging van het disconto een meer structurele aanpassing. Van een discontowijziging gaat bovendien een sterk psychologische invloed uit. Het omvangrijke beroep van de overheid op de kapitaalmarkt heeft ook een verkrappende werking op de geldmarkt (voor zover dit niet geneutraliseerd wordt door speciale beleningen).

De schattingsresultaten van het geldmarktmodel, waarvoor gebruik is gemaakt van de methode van de kleinste kwadraten, zijn in tabel 1 samengevat.

Tabel 1. Coëfficiënten en hun significantie in het geldmarktmodel

Variabele	Coëfficiënt	T-waarde
Constante	- 3,40	- 6,6
Ruimte geldmarkt a)	- 0,94	- 3,1
Saldo lopende rekening a)	- 0,41	- 2,0
Financieringstekort van de overheid a)	- 0,38	- 4,7
Conjunctuurindex	0,23	1,5
Wisseldisconto DNB	1,21	16,7
Aantal waarnemingen		60
Correlatiecoëfficiënt		0,96
Durbin-Watson-waarde		2,11

a) In procenten van het bruto nationaal product.

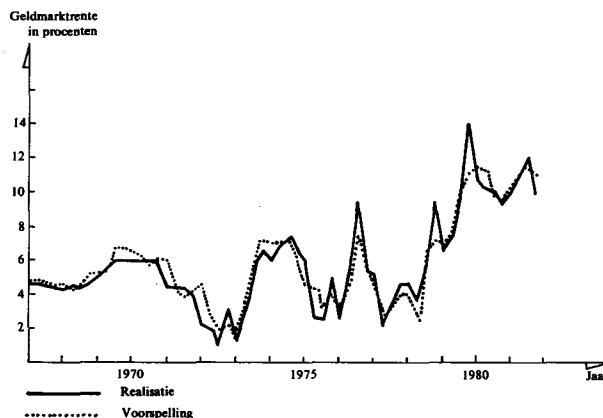
Uit de schattingsresultaten valt op te merken dat de beoogde aansluiting aan hetzij de geldmarktontwikkeling in de Verenigde Staten dan wel de korte rente in Duitsland weinig succesvol was. Ook opnemng van het effect van de wisselkoers bracht in het resultaat geen verbetering. Het uiteindelijk geprefereerde model is voornamelijk op Nederlandse grootheden gebaseerd, hoewel via de lopende rekening en de discontopolitiek buitenlandse invloeden niet buitengesloten zijn. Met uitzondering van de zwak significante (op 90%-niveau) conjunctuurindex wijken alle coëfficiënten met een voldoende mate van betrouwbaarheid (meer dan 95%) af van nul. Het teken is in alle gevallen juist en autocorrelatie doet zich niet voor. Multicollineariteit is geheel te verwaarlozen.

Aan de resultaten kunnen we zien dat een discontowijziging zeer effectief is. Ook de geldmarktpolitiek, tot uiting komend in de ruimte op de geldmarkt, heeft een omvangrijk effect. Bij de overige variabelen is de uitwerking aanmerkelijk geringer. De resultaten lijken plausibel. Deze plausibiliteit van de modelresultaten kunnen we tevens opmaken uit de mate van overeenstemming tussen werkelijke waarnemingen en schattingsresultaten, die in figuur 3 zijn weergegeven.

Het kapitaalmarktmodel

Bij de verklaring van de rente op de kapitaalmarkt staan lange-termijnaspecten centraal. Hierbij is het niet langer belangrijk wat bij voorbeeld nu of op korte termijn het inflatietempo bedraagt, maar wordt veeleer rekening gehouden met verwachtingspatronen. We moeten derhalve onze verklarende variabelen zo kiezen dat aan deze verwachtingen een empirische inhoud kan worden gegeven. Het is in de literatuur gebruikelijk om hiervoor de „adaptive expectations hypothesis” van Cagan

Figuur 3. Voorspelkwaliteit van het geldmarktmodel



te hanteren. Deze stelt dat de verandering in de verwachte waarde van een variabele een fractie is van het verschil tussen de gerealiseerde waarde van een variabele en de verwachte waarde voor de huidige periode. De Koyckse vertraging is hiervoor een eenvoudige en veel gebruikte methodiek geworden. Overigens is voor alle verklarende variabelen ook nagegaan of een andere vorm van een dergelijk verwachtingspatroon wellicht betere resultaten gaf.

Ook nu weer is in eerste instantie nagegaan of aansluiting bij de ontwikkeling in het buitenland een goede verklaring kon geven voor de hoogte van de lange rente in ons land. Zo zijn de lange rente en de wisselkoers zowel ten opzichte van de Verenigde Staten als van Duitsland uitgeprobeerd. Vervolgens is de invloed van het financieringsstekort nagegaan. Aangezien in de literatuur een rechtstreekse relatie gelegd wordt tussen de kapitaalmarktrente en de inflatieverwachting is ook deze hier opgenomen. Omdat de geldmarkt niet los kan worden gezien van de kapitaalmarkt, bij voorbeeld in geval van vóórfinanciering van kapitaalmarktbeleggingen, moet ook de hoogte van de geldmarktrente meegenomen worden. De particuliere vraag naar lang krediet beëindigt ten slotte de rij van potentiële verklarende variabelen (conjunctuurindex). De geprefereerde schattingsresultaten zijn in tabel 2 samengevat.

Tabel 2. Coëfficiënten en hun significantie in het kapitaalmarktmodel

Variabele	Coëfficiënt	T-waarde
Constante	0,96	2,2
Vertraagde kapitaalmarktrente in Nederland (één kwartaal)	0,44	5,2
Kapitaalmarktrente in de VS	0,24	4,3
Wisselkoers (verhouding f./\$)	- 0,03	- 2,6
Geldmarktrente	0,13	3,7
Inflatie	0,19	5,5
Conjunctuurindex	0,25	2,3
Aantal waarnemingen		60
Correlatiecoëfficiënt		0,97
Durbin-Watson-waarde		1,84

Alle variabelen van het kapitaalmarktmodel hebben het juiste teken. Wat de significantie betreft, voldoen alle variabelen ruimschoots aan het 95%-niveau. Uit het bovenstaande resultaat valt af te lezen dat de Nederlandse rente in eerste instantie afhangt van die in de Verenigde Staten. Bruikbare modellen met de Duitse rente als uitgangspunt konden niet worden verkregen. Geheel tegen de verwachting in bleek in alle van de uitgeprobeerde varianten de invloed van het financieringsstekort niet vast te stellen te zijn. Ook de theoretisch aanwijsbaar te achten invloed van de spaarquote kon niet worden geverifieerd.

Omdat in de bovenstaande resultaten sprake is van een Koyckse vertraging kennen de elasticiteiten van de variabelen in feite een tweetal waarden: een voor de korte termijn, zoals deze

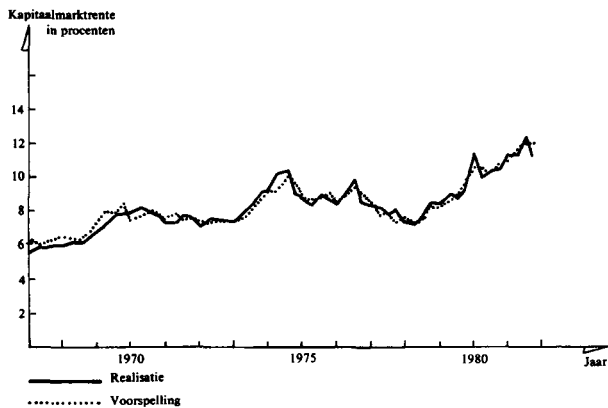
tijdens de schatting werd vastgesteld, en een voor de lange termijn als de verdragingsinvloed is uitgewerkt. Bij het opstellen van een „spoorboekje” met de effecten van de verklarende grootheden van het model moeten we met dit aspect rekening houden. Daarnaast is het mogelijk om de factoren die impliciet (via de geldmarktrente) de kapitaalmarkt beïnvloeden ook te expliciteren. Hiervoor substitueren we de functie van de geldmarktrente in het kapitaalmarktmodel. Beide leiden dan uiteindelijk tot het volgende „spoorboekje”.

Tabel 3. Spoorboekje voor de kapitaalmarktrente op korte en lange termijn

Variabele	Aard van de mutatie	Effecten op de lange rente in %-punten	
		korte termijn	lange termijn
Geldmarktrente	Stijging met 1%	0,13	0,23
— wisseldisconto	Stijging met 1%	0,15	0,28
— financieringstekort	Stijging met 1% van het bnp	0,05	0,08
— saldo betalingsbalans	Stijging met 1% van het bnp	- 0,05	- 0,09
— ruimte geldmarkt	Stijging met 1% van het bnp	- 0,12	- 0,21
— conjunctuurindex	Stijging met 4 punt	0,10	0,20
Rente VS	Stijging met 1%	0,25	0,44
Inflatie	Stijging met 1%	0,19	0,33
Wisselkoers	Stijging 5 met 10%	0,34	0,61
Conjunctuurindex	Stijging met 4 punt	1,00	1,80

We zien dat het effect van de Amerikaanse rente in combinatie met de koers van de dollar bepalend is voor het Nederlandse renteniveau. Daarnaast speelt de inflatieverwachting een grote rol. Het cyclische patroon, dat vaak zo goed tot uiting komt in de rente-ontwikkeling, wordt door de conjunctuurindex verder verduidelijkt. De overige variabelen, die via de geldmarkt de kapitaalmarkt beïnvloeden, spelen bij de totstandkoming van het renteniveau kennelijk een ondergeschikte rol. De plausibiliteit van de gevonden uitkomsten laat zich overigens ook nog eens aflezen aan de vergelijking van werkelijke en geschatte waarden van de kapitaalmarktrente uit figuur 4.

Figuur 4. Voorspelkwaliteit van het kapitaalmarktmodel



Een evaluatie van de uitkomsten

Als eerste conclusie ten aanzien van de gevonden resultaten dringt zich de constatering op dat de beïnvloeding door de overheid van de rente op de geldmarkt meer mogelijkheden kent dan op de kapitaalmarkt. Veel ruimte om op de laatste markt een ge-

heel eigen politiek te voeren lijkt niet aanwezig te zijn. Zo zal een forse daling van de officiële rentetarieven gezien de lage elasticiteit ook op langere termijn niet tot het gewenste resultaat leiden! Een beleid dat er op is gericht de rente duurzaam te verlagen, lijkt de meeste kans van slagen te hebben als het aangrijpt bij het omlaag brengen van het inflatietempo. Dit zal op den duur, mits gevolgd door een consistente politiek, leiden tot een daling van de inflatieverwachting. Een en ander wordt nog versterkt door de mogelijke positieve invloed die hiervan uitgaat op de koers van de gulden ten opzichte van de dollar.

In de afgelopen jaren blijkt het financieringstekort van de overheid geen rente-opdrijvende factor van betekenis te zijn geweest 2). Een lager financieringstekort had mogelijk eerder geleid tot een geringere vraag naar kapitaal en hierdoor tot een geringere aanbod vanuit het buitenland, dan wel tot een grotere kapitaaluitvoer dan tot een substantiële daling van de rente op de kapitaalmarkt. Dit resultaat is overigens in strijd met de resultaten van het nieuwe model FREIA van het Centraal Planbureau (veroorzaakt door het verschil in schattingsperiode?) en met de resultaten van De Pee (onvoldoende gespecificeerd model?) 3).

Willen de gevonden resultaten nu zeggen dat ook voor de toekomst een daling van het financieringstekort een onbelangrijke factor is? We moeten ons realiseren dat de coëfficiënten van een model nimmer constant zijn in de tijd. Dit geldt vanzelfsprekend ook voor het financieringstekort. Zou bij voorbeeld op termijn een geringere belangstelling van het buitenland op de Nederlandse kapitaalmarkt optreden (bij voorbeeld door een zwakke gulden en een hoge inflatie), dan krijgt de hoogte van het financieringstekort voor de hoogte van de rente op de kapitaalmarkt een geheel andere betekenis.

Bij dit alles moeten we tevens bedenken hoe groot het aanbod van kapitaal wel moet zijn rond 1990 als er langdurig sprake zou zijn van een hoog financieringstekort. De financieringslasten van in het verleden aangegane verplichtingen doen de overheid zich zelf dan tegenkomen! In ieder geval zal dan de overheid het bedrijfsleven geheel weg gaan drukken van de kapitaalmarkt. In de afgelopen jaren heeft dit niet plaatsgehad. Sterker: de overheid heeft geprofiteerd van het wegvallen van de kapitaalvraag van het bedrijfsleven. De huidige daling van de lange rente wordt dan ook niet ten onrechte gezien als een teken van (internationale) economische armoede.

C. J. Prins

2) Het beste resultaat waarbij het financieringstekort een significante invloed én het juiste teken had, zag er als volgt uit:

$$R_t^L = 2,05 + 0,60 R_t^D + 0,26 PC_t - 0,22 FT_t \quad R = 0,89$$

(4,3) (10,7) (6,2) (-3,3) DW = 0,78

waarna:

- R_t^L = lange rente in periode „t”;
- R_t^D = wisseldisconto in periode „t”;
- PC_t = stijging prijs consumptiegoederen in procenten in periode „t” t.o.v. vorig jaar;
- FT_t = financieringstekort in periode „t” in procenten van het bnp.

De geringe theoretische diepgang, de veel lagere verklaringswaarde en de hoge autocorrelatie in de residuen waren de redenen om dit resultaat af te wijzen.

3) C. de Pee, Invloed financieringstekort overheid onmisbaar bij de verklaring van het Nederlands renteniveau, *Het financiële Dagblad*, 8 februari, 1982.