



Hoge koersen maken remweg langer

Auteur(s):

Meulenbroek, A.E.

Wijngaert, R.F., van de

De auteurs zijn werkzaam bij het Economisch Bureau van ABN-Amro. Een uitgebreidere versie van dit artikel is te krijgen in Euroland Economics Update van 3 februari, zie www.abnamro.com/euro, of door contact op te nemen met de auteurs.

Verschenen in:

ESB, 85e jaargang, nr. 4244, pagina 162, 25 februari 2000

Rubriek:**Trefwoord(en):**

monetair, beleid

De hoge aandelenkoersen hebben de monetaire verhoudingen verder verruimd. Een significante verkrapping is alleen mogelijk als de overwaardering op de aandelenmarkt terugloopt.

Omdat de Europese en de Amerikaanse economieën dit jaar naar verwachting boven trend zullen groeien, lijkt een terugkeer naar een neutraal of zelfs restrictief monetair beleid noodzakelijk. Zowel in Europa als in de VS zijn de monetaire verhoudingen het afgelopen jaar ruim gebleven. De vraag waar centrale banken voor staan is niet óf maar met *hoeveel* de rente verhoogd moet worden om de monetaire verhoudingen op het gewenste niveau te brengen. Een complicerende factor hierbij vormt de overwaardering van aandelenkoersen.

Vermogenseffecten en monetaire omstandigheden

Hoe beoordeel je de monetaire omstandigheden van een land? Hiervoor grijpen economen vaak terug op de reële officiële rente, de Taylor-regel of de Monetaire Condities Index (MCI) (zie [Monetaire verhoudingen in de EMU](#)). Deze maatstaven gaan echter voorbij aan vermogenseffecten. Gunstige vermogenseffecten brengen mensen er bijvoorbeeld toe minder te sparen, hun huizen te renoveren of grote aankopen te doen. Daarnaast vormen stijgende aandelenkoersen ook een stimulans voor investeringsgroei, omdat het voor bedrijven relatief goedkoper wordt om geld aan te trekken. Om deze redenen hebben we de monetaire condities-index aangevuld met een vermogenseffect en omgedoopt tot de vermogensgerelateerde MCI, of simpelweg MCI+. Volgens deze maatstaf zijn de monetaire omstandigheden aan beide zijden van de Atlantische Oceaan tamelijk ruim, wat voornamelijk het gevolg is van hogere huizenprijzen en de stijging van de aandelenkoersen.

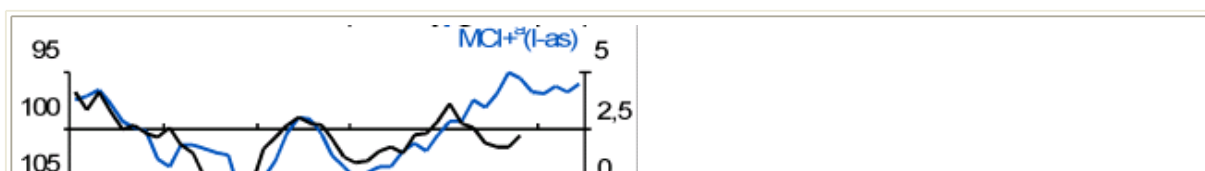
Monetaire transmissie

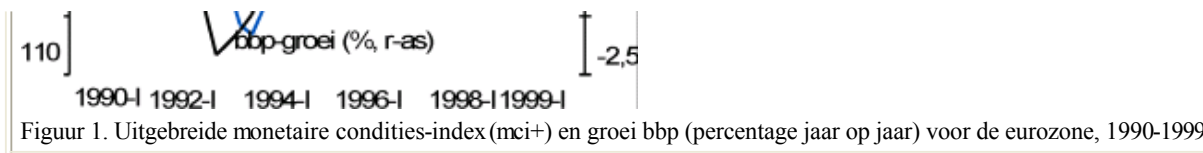
In concept verloopt het monetaire-transmissie-effect in drie fasen. Eerst verhoogt de centrale bank haar rentetarieven, waardoor de geldmarktrente stijgt. Dit beïnvloedt de prijs van schuldtitels met een langere looptijd, die vervolgens weer van invloed is op de wisselkoers en de aandelen- en de huizenmarkt. De MCI+ peilt alle stadia van dit proces en is opgebouwd uit vier grootheden: de reële korte en lange rente, de reële handelsgewogen wisselkoers én een reële vermogenscomponent. Wanneer alle variabelen gelijk zijn aan hun ijkwaarde (grofweg het gemiddelde van de waarnemingsperiode) is de uitgebreide index gelijk aan 100 en is de stand van het monetair beleid neutraal. Iedere stijging van de index met één punt komt vervolgens overeen met een stijging van de lange rente met één procent, ofwel honderd basispunten en duidt op krappere monetaire verhoudingen.

Het eurogebied

Om een beeld te krijgen van de monetaire verhoudingen, bepalen we eerst het gewicht van alle componenten in de monetaire condities-index. De gewichten van de vier componenten zijn geschat rekening houdend met de MCI-gewichten zoals berekend door De Nederlandsche Bank voor de eurozone¹. De weging van de lange rente (55 procent) en de wisselkoers (5 procent) is nagenoeg identiek aan die van DNB. Door toevoeging van de vermogenscomponent is de weging van de korte rente iets lager (35 procent). Omdat er geen vergelijkbare maandcijfers inzake huizenprijzen voor de eurozone zijn, hebben we het vermogenseffect alleen kunnen berekenen op basis van de beurskoersen. Gegeven het relatief bescheiden directe aandelenbezit van gezinnen is het gewicht van de aandelencomponent slechts vijf procent.

Door toevoeging van een aandelencomponent aan de monetaire condities-index wordt het verband tussen monetaire verhoudingen en de bbp-groei iets steviger (zie [figuur 1](#)).





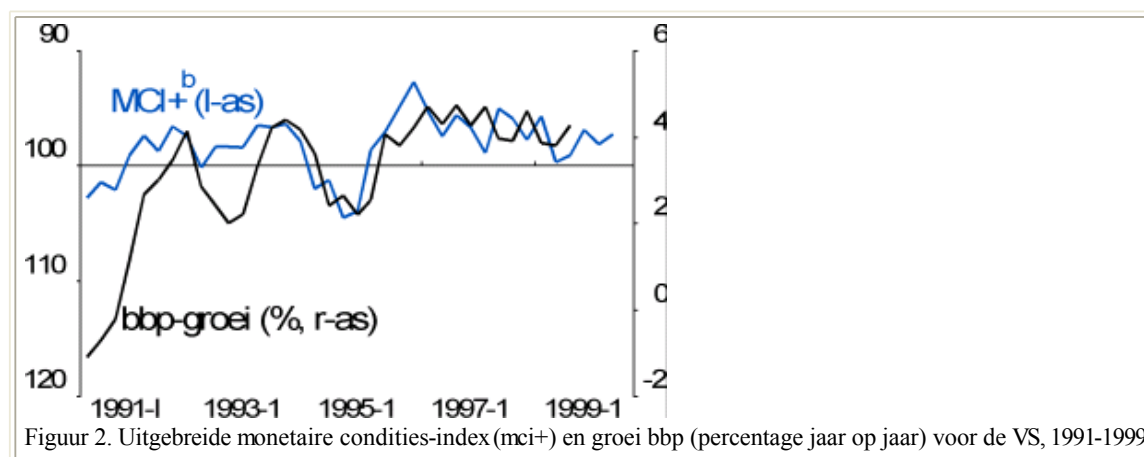
Figuur 1. Uitgebreide monetaire condities-index (mci+) en groei bbp (percentage jaar op jaar) voor de eurozone, 1990-1999

Hoeveel verkrappen?

Hoeveel moet de ECB nu verkrappen om op een neutraal beleid met een MCI+ waarde van 100 uit te komen? De MCI+ uitkomst van 95,4 in december duidt op ruime monetaire verhoudingen, maar impliceert niet automatisch dat de lange rente met 4,6 procent zou moeten stijgen. Uit termijncontracten blijkt dat de markt momenteel een verkrapping van ongeveer honderd basispunten inprijs voor driemaandspapier in de loop van dit jaar, een stijging van de lange rente met dertig basispunten en een lichte appreciatie van de euro. Hierdoor zou de uitgebreide index met ongeveer één punt stijgen, zodat het van de reactie van de aandelenmarkt afhangt of bij deze rentestijging sprake zal zijn van een serieuze verkrapping; als de koersen dalen treedt een verkrapping op, bij een stijging resulteert juist verruiming. Gegeven het sterke historische verband tussen de (door ons gemeten) mate van overwaardering op de aandelenmarkt en de reële rente, zou op een reële lange rentestijging met dertig basispunten een neerwaartse correctie van vijf procent moeten volgen op de aandelenmarkt (in combinatie met overige veranderingen in de monetaire omstandigheden). Om de huidige overwaardering te elimineren is nog eens een daling van twintig procent nodig. Een dergelijke correctie is equivalent aan 2,3 punten in de MCI+ index. Door deze correcties zouden de monetaire condities terugkeren naar een nagenoeg neutraal niveau.

Verkrapping in de VS

Door de integratie van financiële markten en de interactie van het monetair beleid kunnen de monetaire omstandigheden in de eurozone niet los gezien worden van die in de VS. De laatste, nagenoeg simultane renteverhoging lijkt dit ook aan te geven. Het voornaamste verschil tussen de mci+ voor de eurozone en die van de VS is dat we voor de lange-rente-ijkwaarde het rendement op bedrijfspapier gebruiken omdat dit een betere maatstaf is voor de kredietmogelijkheden van bedrijven. Bovendien bevat deze maatstaf risicopremies die de risico-tolerantie van de markt aangeeft. Daarnaast hebben we voor het vermogens-effect gekeken naar de twee belangrijkste vermogenscomponenten van gezinnen: aandelen en huizen. Voor elke vermogenscomponent hebben we de gemiddelde reële stijging over de afgelopen vijftien jaar berekend en dit gemiddelde als ijkwaarde gebruikt. Het gewicht van huizenprijzen in de uitgebreide index bedraagt 1,2 maal het gewicht van de aandelenkoersen en weerspiegelt de verhouding van beide posten op de balans van gezinnen². Uit [figuur 2](#) blijkt dat in de jaren negentig een sterke negatieve correlatie (-63 procent) bestond tussen de uitgebreide index en de bbp-groei in de VS.



Figuur 2. Uitgebreide monetaire condities-index (mci+) en groei bbp (percentage jaar op jaar) voor de VS, 1991-1999

Het huidige hoge groeitempo van de Amerikaanse economie en de accommoderende, ruime, monetaire condities (die uit de uitgebreide monetaire index blijken), geven aan dat het monetaire beleid sterk verkrapt moet worden. Het is echter moeilijk om precies aan te geven met hoeveel. De uitkomst van de uitgebreide index van 97,6 in december, die duidt op ruime monetaire verhoudingen, suggereert dat de korte rente met ongeveer 260 basispunten, ofwel zo'n 2,6 procent, zou moeten worden verhoogd (behoudens overige veranderingen).

Momenteel verwacht de markt voor de komende twaalf maanden een verkrapping van honderd basispunten van de korte rente, een stijging van twintig basispunten van de lange rente en een lichte depreciatie van de dollar (twee procent). Dit zou een stijging van 1,4 punten van de MCI+ betekenen, maar de monetaire omstandigheden zijn dan nog steeds accommoderend. In de VS blijkt er een sterk verband te bestaan tussen de nominale lange rente en de door ons gemeten overwaardering van aandelen. De marktverwachting van twintig basispunten stijging van de lange rente is, in combinatie met de overige veranderingen van de monetaire omstandigheden, equivalent aan een daling met twintig procent van de aandelenprijzen (over één jaar). Het totale effect op de uitgebreide index zou daarmee ruim vijf punten bedragen, wat een significante verkrapping betekent. De toegenomen rentevrees vanaf het begin van dit jaar heeft ertoe geleid dat twee van de drie grote aandelenindices relatief zwak presteren, wat een welkome ontwikkeling lijkt voor de Fed. Op 2 februari jongstleden heeft de Fed haar officiële tarief met 25 basispunten verhoogd en onzes inziens zullen er de komende twaalf maanden nog vier stappen nodig zijn om een significant effect op de monetaire verhoudingen te laten zien en de uitbundige economische groei te temperen.

Conclusie

Door het opnemen van aandelenkoersen in de index voor de monetaire verhoudingen, blijkt zowel in Europa als in de VS, dat de monetaire verhoudingen ruimer zijn dan zonder die component. De 'remweg' voor de centrale bank is dus langer dan op het eerste gezicht lijkt. Omdat ruime monetaire verhoudingen het gevaar van inflatie in zich bergen, is een sterke stijging van de officiële rentetarieven nodig om terug te keren naar neutrale monetaire verhoudingen.

1 Zie [Monetaire verhoudingen in de EMU](#), *ESB*, 25 februari 2000, blz 160-161 en aldaar geciteerd werk van C.C.A. Winder, *op. cit.*, 1999, en H.M.M. Peeters, *op. cit.*, 1999.

2 Bij het schatten van de wegingen hebben we gekeken naar het FRB/US macro-economisch model van de Federal Reserve, zie D. Reifschneider, R. Tetlow en J. Williams, *Aggregate disturbances, monetary policy, and the macro-economy: the FRB/US perspective*, Federal Reserve Bulletin, januari 1999.