

Revaluatie, financieringstekort en rentestand

Een empirische benadering

DRS. J. VAN SINDEREN*

Is de rentestand in Nederland afhankelijk van binnenlandse of van buitenlandse factoren, welke effecten heeft een revaluatie van de gulden op de rentestand en wat is de rol van de lopende rekening van de betalingsbalans in dit verband? Deze en andere vraagstukken van monetaire aard hebben in het afgelopen jaar veel stof tot discussie gegeven. In dit artikel wordt aan de hand van een eenvoudig model voor de kapitaalmarkt geprobeerd een kwantitatief gefundeerd antwoord op bovenstaande vragen te geven. Uit de simulatie blijkt dat revaluatie, althans bij een geringe verslechtering van de lopende rekening, een lichte daling van de rente kan veroorzaken. Per procentpunt verandering van het financieringstekort verwacht de auteur op grond van zijn berekeningen een rentemutatie van ca. 0,8 procentpunt. Bovendien blijkt de rente-ontwikkeling in het buitenland nauw gevolgd te worden: een procentpunt verandering leidt binnen het jaar tot een even grote verandering van het binnenlandse renteniveau.

1. Inleiding

De hoogte van de nominale en de reële rentestand in Nederland houdt velen bezig. Regelmatig duiken vragen op als welke is de invloed van een vergroting van het financieringstekort van de overheid op de rentestand, in hoeverre is de rente-ontwikkeling in Nederland afhankelijk van renteveranderingen in het buitenland en wat zijn de gevolgen van de recente revaluatie van de gulden voor de rentestand? Dergelijke vragen worden veelal gesteld met het oog op het te voeren macro-economische beleid. Moet de rentestand als een vanuit het buitenland gedicteerde prijs worden gezien of kunnen de autoriteiten door gericht financieel-economisch ingrijpen de rente-ontwikkeling enigermate beïnvloeden? Op de achtergrond speelt hierbij de gedachte dat hoge rentestanden het economische herstel dat zo dringend gewenst wordt, zullen bemoeilijken en derhalve slecht zijn voor de werkgelegenheid 1).

Hoewel de geschetste problematiek veelvuldig in beleidsstukken opduikt, is er van een enigszins systematische kwantificering op dit gebied nauwelijks sprake, met name wat betreft de kapitaalmarkt 2). Om deze onbevredigende situatie te doorbreken is door ons een simpel model voor de kapitaalmarkt ontwikkeld, waarin expliciet rekening gehouden wordt met zowel de vraag als het aanbod op deze markt, en waarin de lange-rentestand als evenwichtsherstellende prijs optreedt. Aan de hand van dit model zullen wij enkele van de hierboven gestelde vragen trachten te beantwoorden. Daarbij valt de nadruk op de gevolgen voor de rentestanden van een vergroting van het financieringstekort, van de revaluatie van de gulden en van een mutatie in de buitenlandse rentestand. Tevens komt daarbij de invloed van de renteveranderingen op de marktpartijen ter sprake.

De opbouw van dit artikel is als volgt. In paragraaf twee geven we een beknopte beschrijving van het door ons gehanteerde model. Deze is kort gehouden om de lezer niet te vermoeien met technische details. Paragraaf drie handelt over de buitenlandse invloeden op de Nederlandse kapitaalmarkt. In de daarop volgende paragraaf komt het effect op de interest-

voet van een vergroting van het financieringstekort aan de orde. Het geheel sluiten we af met een aantal conclusies.

2. Het model

De financieel-economische wereld hebben wij in ons model onderverdeeld naar zes sectoren 3). Deze sectoren zijn bij ons, de centrale bank, het geldscheppende bankwezen, de spaarbanken en fondsen, het publiek, de overheid en het buitenland 4). Voor elk van deze sectoren wordt een balans opgesteld, waarin een onderverdeling naar activa en passiva is doorgevoerd. Onze analyse richt zich alleen op de netto posities per actief- en passiefpost van één sector t.o.v. de overige

* Verbonden aan de vakgroep macro-economische politiek van de Economische Faculteit van de Erasmus Universiteit Rotterdam.

1) Zie b.v. De Nederlandsche Bank NV, *Verslag over het jaar 1980*, Amsterdam, 1981, blz. 16.

2) Er bestaan enkele modellen voor de geldmarkt van Nederland. Zie b.v. P. D. van Loo, A monetary submodel for the Dutch economy: some preliminary results, *De Economist*, jg. 122, 1974, blz. 89-128, en recent R. J. A. den Haan, B. H. Hasselman en V. R. Okker, *Een monetair submodel voor Nederland*, Occasional paper 26, Den Haag, 1981. In deze laatste publikatie wordt de kapitaalmarkt voor een deel expliciet beschreven. Met name de kapitaalvraag van het publiek wordt verwaarloosd, alsmede de spaarbanken en -fondsen. Het enige model, voor zover bekend, dat rekening houdt met de interacties tussen de monetaire en de reële sfeer is dat van Knoester. Zie A. Knoester, *Over geld en economische politiek*, Leiden/Antwerpen, 1980. Bij deze auteur wordt de kapitaalmarkt impliciet behandeld.

3) Zie voor een uitgebreide beschrijving van het model J. van Sinderen, *Een empirische verkenning van de kapitaalmarkt in Nederland: 1958-1978*, binnenkort te verschijnen.

4) Het onderscheid tussen het publiek en de spaarbanken en fondsen, wordt in de meeste publikaties op monetair gebied niet gemaakt. In het hier behandelde model is een dergelijke onderverdeling essentieel, omdat de laatstgenoemde groepering één van de belangrijkste aanbieders op de kapitaalmarkt is. Zie b.v. P. Korteweg, *De monetaire sector, het aanbod van geld en de instrumenten van monetaire politiek*, Leiden, 1971.

sectoren, d.w.z. dat vorderingen en schulden van economische subjecten binnen een sector niet in onze beschouwingen worden betrokken. Vooral bij de particuliere sector zijn deze onderlinge schuldposities waarschijnlijk niet onbelangrijk.

Het geschatte model bestaat uit drie aanbodsificaties voor gelden met een lange looptijd en een even groot aantal vraagrelaties. Een vergelijking voor de kapitaalimport completeert het stelsel. De schattingsperiode is 1958-1978.

Het aanbod op de kapitaalmarkt

In volgorde van relatief belang zijn als aanbieders op de binnenlandse kapitaalmarkt te onderscheiden: de spaarbanken en fondsen, de geldscheppende banken en het publiek. Ter verklaring van de gedragingen van deze economische subjecten is aansluiting gezocht bij de theorie van de portefeuilleselectie 5).

Deze theorie impliceert dat de keuze tussen de aankoop van waardepapieren met een korte dan wel met een lange looptijd wordt bepaald door de renteverhoudingen die gelden voor de bedoelde vermogensobjecten, door risicofactoren en door schaalvariabelen. In ons geval onderscheiden we daarom de lange rente voor beleggingen op de kapitaalmarkt en de daggeldrente als benadering van de opbrengst van korte uitzettingen. Vanzelfsprekend verschilt de rentegevoeligheid van de geldscheppende banken en de spaarbanken en fondsen nogal vanwege de karakterverschillen tussen de genoemde instellingen. Bij de behandeling van de modeluitkomsten zal dit aanstonds duidelijk naar voren komen.

Als schaalfactor hanteren we de som van de gedwongen en de vrijwillige besparingen, welke voor het gemak exogeen worden gehouden. De becijferingen wijzen in de richting dat één gulden extra besparingen op lange termijn aanleiding geeft tot één gulden extra aanbod op de kapitaalmarkt.

Voor de sector publiek is een aanbodrelatie geschat voor gelden met een lange looptijd gericht op de overheid. Dit betekent dat we voor het publiek alleen een vraagrelatie naar staatsobligaties hanteren. Buitenlandse lange titels die het publiek in portefeuille heeft, worden bij de kapitaalimportrelatie in de beschouwing betrokken. De vraag naar staatsobligaties zal toenemen bij een stijging van het netto vermogen van het publiek 6). Daarnaast lijkt ook in dit verband een relatieve renteterm als verklarende variabele op zijn plaats. Empirisch bleek er een verband te leggen tussen de vraag naar staatsobligaties en de renteverhouding van de lange rente op deze obligaties en de lange rente op obligaties die door de particuliere sector zijn uitgegeven. Hierbij moet men zich voorstellen dat een stijging van de laatstgenoemde rente t.o.v. de eerst genoemde een zekere vraag naar particuliere obligaties veroorzaakt, zodat bij een gegeven vermogensomvang de vraag naar overheidspapier terugloopt. Omdat onderlinge schuldposities binnen één sector niet in onze benadering voorkomen, en een transactie zoals zojuist beschreven een verandering in een dergelijke schuldpositie is, registreert het model alleen een daling van het netto aanbod op de kapitaalmarkt 7).

De vraag op de kapitaalmarkt

Aan de vraagzijde van de kapitaalmarkt onderscheiden we de vraag van gezinnen, van bedrijven en van de overheid.

Gezinnen gaan lange leningen voornamelijk aan ter financiering van de aankoop van woningen. Bedrijven trachten middelen op de kapitaalmarkt aan te trekken om een deel van de geplande investeringen mee te betalen. Hierbij spelen de kosten van deze lange kredieten een belangrijke rol.

In de voor deze categorieën lange middelen geschatte relaties figureren de lange rentestand en de daarvan afgeleide hypotheekrente dan ook als kostenfactoren. Als schaalvariabele hanteren we voor de lange vraag van bedrijven de reeds genoemde investeringen. In de vergelijking voor de hypo-

theekvraag staat het nationaal inkomen als proxy voor de geplande woningbouw.

Het beroep op de kapitaalmarkt door de overheid hebben wij alleen afhankelijk gesteld van de omvang van het financieringstekort. De veronderstelling daarbij is dat de overheid in principe ieder bedrag op de kapitaalmarkt kan lenen, onafhankelijk van de rente-ontwikkelingen. Uit de gehanteerde relatie blijkt dat op middellange termijn ongeveer 70% van het financieringstekort op de kapitaalmarkt wordt gedekt. Het overige zal monetair gefinancierd worden.

De kapitaalimport

Tot dusver hebben we geen onderscheid gemaakt naar beleggingen in binnenlandse respectievelijk buitenlandse waardepapieren. Om een dergelijke mogelijkheid in ons model te creëren hebben we een kapitaalimportrelatie geschat. De kapitaalimport met een beleggingskarakter wordt hierin verklaard uit de relatieve nominale lange-rentemutaties in het binnenland t.o.v. die in het buitenland, uit verwachte wisselkoersveranderingen en uit het saldo op de lopende rekening 8). Hierin staat de relatieve renteterm voor de verwachte opbrengsten over een belegging, en de wisselkoersverandering in combinatie met het saldo op de lopende rekening symboliseert het valutarisico dat over een dergelijke belegging gelopen wordt. Met name bij een wisselkoerswijziging speelt deze laatste term een belangrijke rol 9).

Wanneer we nu het aanbod van de geldscheppende banken, de spaarbanken en fondsen, het publiek en het buitenland confronteren met de vraag van hetzelfde publiek en van de overheid, valt de lange rentestand als evenwichtsherstellende prijs uit dit systeem op te lossen. De korte rentestand is geëndogeniseerd op een zeer simpele wijze en wel via een koppeling van de daggeldrente aan de discontovoet van de centrale bank 10) en aan een indicator voor het bestaan van een verschil tussen geldvraag en geldaanbod 11). De discontovoet is weer met een empirische relatie aan de lange rente gekoppeld. Een dergelijke koppeling is in dit partiële model noodzakelijk om te bewerkstelligen dat er niet een sterke overloop van lange naar korte gelden plaatsvindt bij een daling van de lange rentestand, zonder dat dit consequenties voor de daggeldrente heeft.

Tot zover de summier beschrijving van ons model. Om een indruk te geven omtrent het gedrag van de voorspellingen van de twee rentestanden over de periode 1970-1978 is de figuur getekend. Hierin presenteren we zowel voorspellingen van de daggeldrente als de lange-renteprognoses in vergelijking tot de feitelijke ontwikkelingen.

Met het beschreven model hebben we een aantal varianten berekend. In de volgende paragrafen zullen we daarop ingaan. Dat het daarbij veelmeer om tendenties gaat dan om preciese getallen behoeft welhaast geen toelichting. Ons model is namelijk slechts een partiële benadering van de financiële markten; doorrekening in een macrokader zal op een later tijdstip geschieden.

5) Zie b.v. J. Tobin, *Asset accumulation and economic activity*, Oxford, 1980.

6) Het vermogen van het publiek hebben we berekend als het verschil tussen alle activa exclusief de kapitaalgoederenvoorraad en de passiva. Vandaar de term netto.

7) Een grote intekening op staatsleningen kan derhalve heel goed een sterk negatief effect op de „onderlinge” financiering binnen de particuliere sector teweegbrengen.

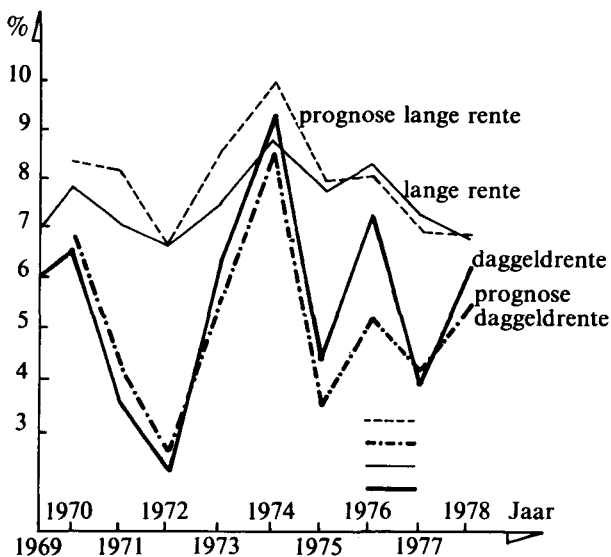
8) Zie A. Knoester, op. cit., blz. 52, en P. B. de Ridder, Enkele monetaire samenhangen rond een endogene wisselkoers, *Maand-schrift Economie*, jg. 45, 1980, blz. 14-33.

9) Zie b.v. P. Korteweg, Monetair beleid in Nederland (I), *ESB*, 12 november 1980, blz. 1264.

10) Als regel wordt de debetrente rechtstreeks aan de discontovoet gekoppeld; zie b.v. F. de Roos en D. C. Renooy, *De algemene banken in Nederland*, Leiden/Antwerpen, 1980, blz. 47.

11) Zie A. Knoester, op. cit. De gehanteerde indicator is het verschil tussen de groeivoet van basisgeld en afzet.

Figuur. De feitelijke ontwikkeling van de daggeldrente en de lange rente en de modelprognose voor dezelfde variabelen, over de periode 1970-1978



3. Buitenlandse invloeden op de rentestand in Nederland

In deze paragraaf wordt de invloed op de lange rentestand in Nederland berekend van:

- een éénmalige verlaging van de lange rentestand in het buitenland;
- een éénmalige revaluatie van de gulden bij een gelijkblijvende lopende rekening;
- een éénmalige revaluatie van de gulden in combinatie met een verslechtering van de lopende rekening.

De simulatie omvat de periode 1970-1978.

Een éénmalige verlaging in de buitenlandse rentestand

In tabel 1 geven we een overzicht van de gevolgen voor de rentestanden en voor de gedragingen van de marktpartijen van een éénmalige verlaging van de gewogen buitenlandse lange rentestand met 1% (2).

Tabel 1. Gevolgen van een daling in de buitenlandse lange-rentestand met 1%

Aantal jaren na de gebeurtenis	1		3 a)		5 a)	
	in mrd. gld.	in procenten	in mrd. gld.	in procenten	in mrd. gld.	in procenten
Aanbod op de kapitaalmarkt:						
— geldscheppende banken ..	0,03	0,1	0,31	1,4	0,47	2,0
— spaarbanken en -fondsen ..	0,03	0,0	0,20	0,3	0,20	0,3
— publiek	-0,03	-0,3	-0,12	-1,1	-0,16	-1,4
Vraag op de kapitaalmarkt:						
— hypotheek	0,13	0,7	0,38	2,2	0,39	2,3
— bedrijven	—	—	0,42	1,1	0,36	1,0
— overheid	—	—	—	—	—	—
Kapitaalimport b):						
— jaarcijfer	0,10	—	-0,24	—	-0,37	—
— gesommeerd	0,10	—	0,40	—	0,25	—
Renteniveau c):						
— lange rente	-0,9	—	-1,0	—	-1,0	—
— daggeldrente	-1,0	—	-1,1	—	-1,0	—

- a) Gecumuleerd.
 b) In mrd. gld.
 c) In procentpunten.

Uit tabel 1 blijkt dat zowel de daggeldrente als de lange rente de mutatie in de buitenlandse rentestand op middellange termijn volledig volgen. Wel is het zo dat de verruiming van de geldvoorzieningen via de kapitaalbalans de daggeldrente tij-

delijk sterker doet dalen dan de lange rentestand. Dit wordt veroorzaakt door de in de relatie voor de daggeldrente opgenomen monetaire spanningsindicator 13).

Onder invloed van de gedaalde rentestand neemt de vraag naar lange kredieten toe. Op de zeer korte zowel als op de middellange termijn blijkt de hypothecaire vraag gevoeliger voor rentemutaties dan de overige vraag, iets wat in de volgende varianten steeds opnieuw naar voren zal komen. Hiermee spoort het terugtrekken van een deel van het aanbod door ditzelfde publiek.

Omdat er nauwelijks discrepanties tussen binnenlandse en buitenlandse rentestanden optreden, is het buitenland op middellange termijn in het hier behandelde geval niet aantrekkelijker voor beleggingen dan het binnenland. Er treedt per saldo nauwelijks kapitaalexport op. Hoewel de besparingen constant blijven, zien we toch een significante stijging van het aanbod op de kapitaalmarkt onder invloed van de verschillen tussen de lange en korte rente.

In het hier gepresenteerde geval zal derhalve een rentedaling in het buitenland aanleiding geven tot een toename van het netto lange bedrijf van het bankwezen. Door het verschil in interestelasticiteit is het effect op de geldscheppende banken veel groter dan bij de overige niet-geldscheppende instellingen.

Revaluatie en rentestand

De recente revaluatie van de gulden heeft geleid tot allerlei verwachtingen omtrent de mogelijke gevolgen voor onze economie. Daarbij valt een onderscheid te maken tussen de te verwachten effecten op de lopende rekening van de betalingsbalans en die op de kapitaalrekening. Veelal wordt er van uit gegaan dat de lopende rekening op middellange termijn verslechtert omdat de substitutie-effecten veroorzaakt door dalende import en concurrentieprijzen bij gelijkblijvende exportprijzen, de inkomenseffecten van de ruilvoetverbetering zullen overtreffen (14).

Voor het effect op de kapitaalrekening zijn de uitspraken veel minder geprononceerd. Enerzijds zal het duurder worden van de gulden de opbrengst van een belegging door buitenlanders in Nederlandse waardepapieren een hogere opbrengst garanderen in termen van eigen valuta, waardoor het aanbod toeneemt (15). Anderzijds zal dit toegenomen aanbod

12) Deze kapitaalmarktrente is bepaald als een gewogen gemiddelde van de lange rentestand in de volgende landen: Verenigde Staten (0,4), Zwitserland (0,3), Duitsland (0,2) en Engeland (0,1). Tussen haakjes staan de gehanteerde gewichten.

13) De relatie luidt:

$$r_{\text{dag}} = 1,56 r_{\text{cb}} - 5,72 (\text{Br} - \overset{\circ}{V}) - 4,6 \quad R^2 = 0,88 \quad \text{S.E.} = 0,99$$

(11,3) (-3,6) (6,2)

waarin: r_{dag} = daggeldrente; r_{cb} = discontovoet van de centrale bank; Br = basisgeldhoeveelheid; V = afzet. De getallen tussen haakjes duiden op t-waarden. De uitkomst van de Durbin-Watson-test is 1,8.

14) Empirische studies van b.v. Knoester geven een heel ander beeld. Bij deze auteur blijkt revaluatie veeleer tot een verbetering van de lopende rekening te leiden. Oorzaak hiervan is het z.g. J-curve-effect bij de koppelingen van lonen en prijzen. Zie A. Knoester, op. cit. Ook variantenanalyses met het Vintaf-model wijzen in een dergelijke richting. Zie L. Knecht, A. Knoester, R. S. G. Lenderink en N. van der Windt, Macro-economisch beleid en Vintaf-II: een gevoeligheidsanalyse, in: W. Driehuis en A. van der Zwan (red.), *De voorbereiding van het economisch beleid kritisch bezien*, Leiden/Antwerpen, 1978. Zie ook *Centraal Economisch Plan 1978*, Den Haag, 1978, blz. 136. Om wille van de eenvoud sluiten we ons aan bij de „traditionele” visie.

15) Er valt evenwel te beredeneren dat het rechtstreekse effect van een appreciatie van de gulden is dat het aankopen van Nederlandse effecten duurder wordt, enkel en alleen door het duurder worden van de gulden. Uit dien hoofde zou men een daling van de kapitaalimport verwachten. Empirisch blijkt evenwel dat de te verwachten hogere opbrengsten over de in Nederland te beleggen gelden domineren. Vandaar dat we een positief verband tussen kapitaalimport en appreciatie van de gulden vinden.

Tabel 2. Gevolgen van een eenmalige revaluatie van de gulden met gemiddeld genomen 5% ten opzichte van de buitenlandse valuta

Aantal jaren na de gebeurtenis	1		3 a)		5 a)	
	in mrd. gld.	in procenten	in mrd. gld.	in procenten	in mrd. gld.	in procenten
Aanbod op de kapitaalmarkt:						
— geldscheppende banken ..	0	0	0,11	0,5	0,21	0,9
— spaarbanken en -fondsen ..	0	0	0,08	0,1	0,10	0,2
— publiek ..	0	0	-0,04	-0,4	-0,07	-0,6
Vraag op de kapitaalmarkt:						
— hypotheek ..	0	0	0,14	0,8	0,19	1,1
— bedrijven ..	0	0	0,35	1,0	0,32	0,8
— overheid ..	—	—	—	—	—	—
Kapitaalimport b):						
— jaarcijfer ..	0		0,30		-0,00	
— gesommeerd ..	0		0,35		0,28	
Renteniveau c):						
— lange rente ..	0		-0,4		-0,5	
— daggeldrente ..	0		-0,5		-0,5	

- a) Gecumuleerd.
b) In mrd. gld.
c) In procentpunten.

in tweede instantie mogelijk de rente onder druk zetten, waardoor de kapitaalimport weer afneemt. Om de lezer een indruk te verschaffen van de effecten van een appreciatie van de gulden op de kapitaalmarktbeleggingen in het door ons gehanteerde model is tabel 2 samengesteld waarin de effecten van een revaluatie van de gulden met 5% worden gepresenteerd 16).

Volgens onze calculaties impliceert een revaluatie zoals omschreven een rentedaling over de gehele linie van ongeveer 0,5%-punt. De uitkomsten komen qua richting sterk overeen met de gevonden effecten van een daling van de lange rente in het buitenland. Opvallend is dat uiteindelijk de kapitaalimport naar nul tendert. Blijkbaar wordt het positieve wisselkoerseffect op de extra kapitaalimport gecompenseerd door een negatief rente-effect. Nederland wordt als beleggersland gunstiger door de sterke gulden, doch ongunstiger door de gedaalde rentestand.

Revaluatie, lopende rekening en rentestand

In paragraaf twee en in voetnoot 16 werd erop gewezen dat, naast de wisselkoers, als verklarende variabele voor de kapitaalimport het saldo op de lopende rekening als risicovariabele is gehanteerd. Dit is gebeurd om een onderscheid te kunnen maken tussen lange- en korte-termijnverwachtingen omtrent de ontwikkeling van de Nederlandse economie.

Op korte termijn doet een revaluatie van de gulden de opbrengsten van beleggingen van buitenlanders in Nederlandse gulden stijgen. Op middellange termijn zal het saldo op de lopende rekening mogelijk verslechteren, hetgeen een negatief effect op de koers van de gulden kan impliceren. Deze twee effecten hebben we verwerkt in de hier gepresenteerde variant (zie tabel 3). Daarbij hebben we ad hoc de veronderstelling gemaakt dat revaluatie met 5% een verslechtering van de lopende rekening met een half procent van het nationale inkomen impliceert 17). In dat geval mitigeert de verslechtering van de lopende rekening op middellange termijn de rentedaling met ongeveer de helft. Opvallend is dat de daggeldrente aanvankelijk stijgt. Dit wordt veroorzaakt door het feit dat de verslechtering van de lopende rekening een monetaire verkrapping oproept. Of de lopende rekening inderdaad het eerste jaar verslechtert, is evenwel de vraag. De import- en concurrentieprijzen veranderen bij een revaluatie namelijk meteen, terwijl de volumina met een vertraging muteren. Aanvankelijk is een verbetering van de lopende rekening der-

halve waarschijnlijker. Om wille van de eenvoud abstraheren we hiervan.

Tabel 3. Gevolgen van een eenmalige revaluatie van de gulden met 5% in combinatie met een verslechtering van de lopende rekening met 0,5% van het nationale inkomen a)

Aantal jaren na de gebeurtenis	1		3 b)		5 b)	
	in mrd. gld.	in procenten	in mrd. gld.	in procenten	in mrd. gld.	in procenten
Aanbod op de kapitaalmarkt:						
— geldscheppende banken ..	-0,01	-0,16	-0,04	-0,2	-0,04	-0,2
— spaarbanken en -fondsen ..	-0,01	0	-0,02	-0,0	-0,01	-0,0
— publiek ..	0,00	0,0	-0,03	-0,3	-0,05	-0,4
Vraag op de kapitaalmarkt:						
— hypotheek ..	0,01	0,1	0,15	0,9	0,14	0,8
— bedrijven ..	—	0,0	0,29	0,8	0,22	0,6
— overheid ..	—	—	—	—	—	—
Kapitaalimport c):						
— jaarcijfer ..	0,03		0,37		-0,03	
— gesommeerd ..	0,03		0,52		0,45	
Renteniveau d):						
— lange rente ..	0,0		-0,2		-0,3	
— daggeldrente ..	0,2		-0,1		-0,3	

- a) De hier gevonden effecten komen sterk overeen met die welke Knoester vindt. Deze becijferde op korte termijn een stijging van de daggeldrente met 0,2%-punt en op 5-jaars-termijn een daling met 0,3%-punt, als gevolg van een appreciatie. Zie A. Knoester, op. cit., blz. 109.
b) Gecumuleerd.
c) In mrd. gld.
d) In procentpunten.

Concluderend kunnen we stellen dat de rente-ontwikkeling in Nederland sterk wordt beïnvloed door de ontwikkelingen in de buitenlandse rentestand. Een renteverandering in den vreemde impliceert een proportionele rentemutatie hier te lande.

De recente revaluatie van de gulden heeft volgens onze becijferingen een daling van de rente tot gevolg. Mocht de lopende rekening aanzienlijk meer verslechteren dan de door ons veronderstelde 0,5% dan komt van deze rentedaling weinig terecht. Treedt er een verbetering van de lopende rekening op, zoals sommige onderzoeken suggereren, dan zal dat de rentedaling accentueren, omdat het vertrouwen in de Nederlandse economie en daarmee in de gulden toeneemt.

Tot zover de invloed van buitenlandse factoren op de ontwikkeling van de rentestand in ons land. Momenteel wordt de overheid geconfronteerd met tegenvallende ontvangsten in zowel de sfeer van de aardgasopbrengsten als de belastingen. Deze tegenvallers impliceren dat op een of andere wijze naar

16) Er zij hier met nadruk gewezen op het tentatieve karakter van de hier gepresenteerde depreciatie. De verwachtingen van de buitenlandse economische subjecten aangaande de economische kracht van de Nederlandse economie en de daarmee samenhangende wisselkoersontwikkelingen zijn n.l. moeilijk te kwantificeren. Bij ons is dat geschied door naast de feitelijke wisselkoersmutatie met een jaar vertraging het saldo op de lopende rekening van de betalingsbalans op te voeren als lange-termijnverwachtingsvariabele. Vanzelfsprekend is dit een ruwe benadering van de verwachtingsvorming. De appreciatie werkt in de hier gepresenteerde variant door via de feitelijke wisselkoersmutatie met een jaar vertraging. Zie voor een vergelijkbare benadering van de verwachtingsvorming Den Haan c.s., op. cit., blz. 50.

17) De Ridder maakt gewag van een verslechtering van het uitvoersaldo over 10 jaar gecumuleerd van tussen de - f. 360 mln. en - f. 900 mln., per procent appreciatie. Een éénmalige appreciatie van 5% zal dan ongeveer leiden tot een verslechtering van de lopende rekening van - f. 130 mln. à - f. 450 mln. Wij hanteren de meest pessimistische voorspelling. Zie P. B. de Ridder, Wisselkoers, concurrentiepositie werkgelegenheid, *ESB*, 22 februari 1978. Van een tijdelijke verbetering van de lopende rekening abstraheren we. Hiermee pretenderen we evenwel geen uitspraak te doen omtrent het feitelijke effect van de kortgeleden doorgevoerde appreciatie. Deze exercitie is slechts bedoeld als indicatie van de richting van de rentemutatie bij betalingsbalansverslechtering.

een dekking van dit tekort moet worden gezocht, wanneer althans ombuigingen achterwege blijven. Wat de gevolgen voor de rentestand van een aldus oplopend financieringstekort is, behandelen we in de volgende paragraaf.

4. De invloed van een vergroting van het financieringstekort op de rente-ontwikkeling

In deze voorlaatste paragraaf becijferen we de invloed op de rentestanden van een vergroting van het financieringstekort, wanneer de financiering via de kapitaalmarkt loopt. De berekeningen geschieden door het financieringstekort met 0,5% van het nationaal inkomen te verhogen.

Een vergroting van het financieringstekort gedekt op de kapitaalmarkt

Om de lezer een idee te geven omtrent de invloed van een opvoering van het financieringstekort op de rentestand, is tabel 4 opgesteld.

Tabel 4. Gevolgen van een vergroting van het financieringstekort met 0,5% van het nationaal inkomen, dat geheel op de kapitaalmarkt gedekt wordt

Aantal jaren na de gebeurtenis	1		3 a)		5 a)	
	in mrd. gld.	in procenten	in mrd. gld.	in procenten	in mrd. gld.	in procenten
Aanbod op de kapitaalmarkt:						
— geldscheppende banken ..	0,00	0,0	0,02	0,1	0,00	0,0
— spaarbanken en -fondsen ..	0,00	0,0	0,01	0,0	-0,00	-0,1
— publiek	0,01	-0,1	0,04	0,3	0,06	0,5
Vraag op de kapitaalmarkt:						
— hypotheek	-0,05	-0,3	-0,16	-0,9	-0,17	-1,0
— bedrijven	—	0,0	-0,16	-0,4	-0,21	-0,6
— overheid	0,5	1,1	1,5	3,3	2,5	5,5
Kapitaalimport b):						
— jaarcijfer	0,44		0,44		0,60	
— gesommeerd	0,44		1,11		2,06	
Renteniveau c):						
— lange rente	0,3		0,4		0,5	
— daggeldrente	0,2		0,3		0,5	

a) Gecumuleerd.
b) In mrd. gld.
c) In procentpunten.

Bij tabel 4 willen we de volgende opmerkingen maken. Op 'korte termijn zien we een rentestijging van ongeveer 0,3 procentpunt per 0,5 procentpunt verhoging van het financieringstekort. Op de middellange termijn loopt deze rentestijging op tot 0,5%.

Ten gevolge van deze rentestijging is een teruggang in de vraag naar lange middelen vanuit de particuliere sector te becijferen, terwijl de vraag naar overheidsobligaties vanuit deze sector enigszins toeneemt. Het kapitaalmarkt-aanbod van binnenlandse bankinstellingen stijgt aanvankelijk enigermate doordat de korte rente eerst minder toeneemt dan de lange rentestand. In tweede instantie stijgen korte en lange rentestand simultaan. Het aanbod van de financiële instellingen verandert dan ook niet op de middellange termijn. Opmerkelijk is de sterke toename van de kapitaalimport onder invloed van het gestegen renteverskil met het buitenland.

Deze toestroming van middelen vanuit het buitenland zal de rentestijging in belangrijke mate mitigeren. Onze calculaties tonen aan dat een toename in de vraag naar kapitaalmarkt-middelen door de overheid voor het belangrijkste deel zal worden gefinancierd door middel van kapitaalimport.

Wanneer we de hier gepresenteerde cijfers op de economische actualiteit projecteren dan moeten we concluderen dat een vergroting van het financieringstekort met 1% tot een rentestijging aanleiding geeft van tussen de 0,6 en 1%.

Resumerend kunnen we stellen dat een vergroting van het financieringstekort aanleiding geeft tot aanzienlijke rentestijgingen. Dergelijke renteveranderingen leiden tot een toenemende kapitaalimport, hetgeen impliceert dat op lange termijn de schuldpositie van ons land t.o.v. het buitenland zal toenemen. Voor de particuliere kapitaalvraag is een extra beroep van de overheid blijkens onze becijferingen, een slechte zaak. Een toenemend beroep van de overheid wordt gefinancierd door het terugdringen van de particuliere vraag en door een toevloed van buitenlandse middelen.

5. Slotopmerkingen

In dit artikel hebben wij aan de hand van een eenvoudig kapitaalmarktmodel geprobeerd een indruk te geven omtrent de invloed van verschillende factoren op de rente-ontwikkeling in ons land. Daarbij is een onderscheid gemaakt naar mogelijke invloeden op de rentestand vanuit het buitenland en effecten op de rentestand ten gevolge van een vergroting van het overheidsberoep op de kapitaalmarkt. Onze conclusies vatten we als volgt samen:

- een verandering van 1 procentpunt in de buitenlandse rentestand leidt volgens onze calculaties nog binnen een jaar tot een bijna even grote verandering in het binnenlandse renteniveau;
- een revaluatie van de gulden met 5% geeft op middellange termijn aanleiding tot een daling van de rentestand, wanneer althans een niet te grote verslechtering van de lopende rekening het gevolg van deze revaluatie is. Mocht de verslechtering van de lopende rekening tegenvallen, dan is er nauwelijks enig effect op de rentestand uit hoofde van een revaluatie te verwachten. Vanzelfsprekend hangt deze conclusie voor een deel op de gehanteerde kapitaalimportvergelijking, waarin de mutatie in de wisselkoers en het saldo op de lopende rekening samen de verwachte wisselkoersontwikkeling representeren;
- een vergroting van het financieringstekort doet de rentestand stijgen. Afhankelijk van de gekozen termijn ligt de verwachte rentemutatie tussen de 0,6 en de 1% per procent vergroting van dit tekort;
- financiering van de vergrote overheidsuitgaven via de kapitaalmarkt wordt mogelijk gemaakt door het terugdringen van het particulier beroep en door extra kapitaalimport. Of dit een gewenste situatie is, valt gegeven het slechte investeringsklimaat zeer te betwijfelen. Met name de hypotheaire vraag blijkt gevoelig voor renteveranderingen;
- blijven ombuigingen in de overheidsuitgaven bij de momenteel te verwachten tegenvallers in de overheidsinkomsten uit, dan leidt dit tot een vergroting van het financieringstekort. Dekking van dit tekort op de kapitaalmarkt drijft de rente op. Het rente-opdrijvend effect van dit kapitaalmarktberoep overtreft al snel de relatief geringe rentedalingseffecten die een revaluatie van de gulden met zich brengen.

De slotconclusie is dat een revaluatie van de gulden op zich waarschijnlijk een kleine rentedaling veroorzaakt. Wanneer de overheid evenwel verzuimt naast een dergelijke opwaardering van de gulden om te buigen, dan blijft van dit rente-effect weinig over. Het is derhalve niet zo dat de Nederlandse rente alleen door de buitenlandse rente-ontwikkeling wordt bepaald, de overheid kan hier wel degelijk invloed op uitoefenen.

Jarig van Sinderen