



Verhoogt de Fed de rente?

Auteur(s):

Eikelboom, A.J.

*De auteur is werkzaam bij het Economisch Bureau ING, Amsterdam. Met dank aan Sandor Schrijner.***Verschenen in:**

ESB, 84e jaargang, nr. 4223, pagina 711, 1 oktober 1999

Rubriek:**Trefwoord(en):**

financiële, markten

Traditioneel wordt de Amerikaanse rentestand voorspeld uit de groei en de inflatie. De werkloosheidsvoet geeft echter een betere indicatie. Wat gaat de Fed volgens die indicator op 5 oktober doen?

De Federal Reserve (Fed) streeft naar maximale maar houdbare economische groei voor de Amerikaanse economie. In het rentebeleid dat de bank met het oog daarop ontwikkelt, is een belangrijke rol weggelegd voor groei- en inflatie-indicatoren.

Op basis van die twee indicatoren geeft de zogenaamde regel van Taylor tot 1992 een goede indicatie van het monetaire beleid van de Fed. Na 1992 is het verband tussen beide echter minder helder. Dit artikel bevat een korte bespreking van de Taylor-regel en presenteert daarnaast een alternatieve indicator voor het Amerikaanse rentebeleid.

De regel van Taylor

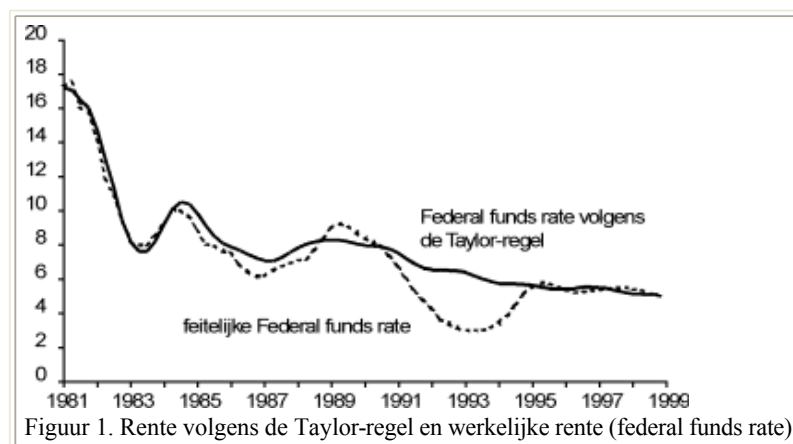
In 1992 ontwikkelde de Amerikaanse econoom John Taylor een regel die een goede benadering gaf van het beleid van de Fed. Volgens de regel van Taylor wordt de 'federal funds rate' bepaald door de afwijking van de feitelijke inflatie van de inflatiedoelstelling (inflatiegap) en door de afwijking van de feitelijke economische groei van de potentiële groei (outputgap). De regel geeft aan dat de Fed de officiële rente zou moeten verhogen wanneer de economische groei boven zijn potentiële groei komt en de inflatie boven de doelwaarde en zou moeten verlagen wanneer de uitkomsten vice versa zijn. Daarbij geeft Taylor aan de output- en inflatiegap eenzelfde gewicht.

Gezien de doelstelling van de Fed is het idee achter de regel van Taylor duidelijk. Wanneer de feitelijke groei de potentiële groei overtreft, bestaat het gevaar voor oververhitting en oplopende inflatie. Om te voorkomen dat de economie op tilt slaat is een afremming (renteverhoging) wenselijk.

Om de regel van Taylor toe te passen zijn aannames nodig voor de potentiële groei, de gewenste inflatie en de neutrale reële federal funds rate. De potentiële of houdbare groei stellen we gelijk aan de gemiddelde economische groei vanaf 1980 (2,7%), het gewenste inflatieniveau en de neutrale reële rente in lijn met Taylor op 2%¹.

Voorspelling en realisatie

[figuur 1](#) laat zien dat de Taylor-regel vanaf begin jaren tachtig tot 1992 zowel de omslagpunten in het rentebeleid als het renteniveau goed weergeeft. Een toenemende groei en inflatie gaan, gegeven de potentiële groei en de inflatiedoelstelling, gepaard met een stijgende federal funds rate, afnemende groei en inflatie gaan gepaard met een dalende rente.



Figuur 1. Rente volgens de Taylor-regel en werkelijke rente (federal funds rate)

Tussen 1992 en 1995 zit de Taylor-regel er echter naast en ná 1995 voorspelt de regel het renteniveau weliswaar goed, maar de

renerichting niet. Een belangrijke oorzaak van de slechte voorspelling voor de periode 1992-1995 was dat incidentele omstandigheden (het zwakke bankwezen) de Fed er in 1992 en 1993 toe bewogen de federal funds rate sterker te verlagen dan om feitelijke groei- en inflatierekenen noodzakelijk leek. De periode na 1995 is een lastige periode geweest om de richting van de rente te voorspellen. Vaak was het voor de Fed wikkelen en wegen om wel of niet tot een rente-aanpassing over te gaan. Terwijl de boventrendmatige groeiontwikkeling en de dalende werkloosheid op een renteverhoging wezen, duidde de redelijk gematigde inflatieontwikkeling eerder op een stabilisatie van de rente. Bovendien domineerden in de tweede helft van 1998 buitenlandse factoren het Amerikaanse rentebeleid, terwijl de Taylor-regel juist de binnenlandse spanning als graadmeter neemt.

In de afgelopen jaren zorgde een incidentele reden, namelijk de Aziëcrisis, voor een afwijking tussen voorspelling en realisatie. Deze crisis had een sterk dempende invloed op de kerninflatie (inflatie zonder de wisselvallige factoren energie en voedsel), waardoor de Taylor-regel vanaf eind 1997 tot het tweede kwartaal van 1999 op een renteverlaging 'stond'. De Fed hield tot september 1998 haar officiële tarieven echter onveranderd vanwege de boventrendmatige economische groei en de krapte op de arbeidsmarkt. Omdat de Taylor-regel geen rekening houdt met incidentele ontwikkelingen, ontstond er een afwijking tussen de voorspelling en het werkelijke renteverloop.

Vanaf het tweede kwartaal van 1999 liggen de Taylor regel en de Federal funds rate weer op hetzelfde niveau. De oorzaak hiervan is dat de Fed na september 1998 haar officiële rentetarieven tot drie keer toe verlaagde om de, als gevolg van de Aziëcrisis, 'overspannen' financiële markten op hun gemak te stellen. Inmiddels echter zijn twee van de drie renteverlagingen weer teruggedraaid, terwijl de uitkomst van de Taylor-regel vrijwel niet veranderde. Dit laatste is wederom toe te schrijven aan de nog altijd gematigde inflatieontwikkeling.

Nadelen van de Taylor-regel

Een fundamenteel nadeel van de Taylor-regel heeft betrekking op het houdbare groeitempo van het bbp en de gewenste inflatie. Taylor geeft zelf aan dat zijn regel "has the feature that the federal funds rate rises if inflation increases above a target of 2 percent or if real gdp rises above trend gdp"². De eigenschap van de Taylor-regel is echter dat deze niet alleen wanneer de bbp-groei boventrendmatig is of als de inflatie boven de doelstelling ligt, op een renteverhoging wijst, maar óók wanneer de bbp-groei vanuit een recessieve situatie opkruipt, en dus nog ver onder het trendniveau kan liggen.

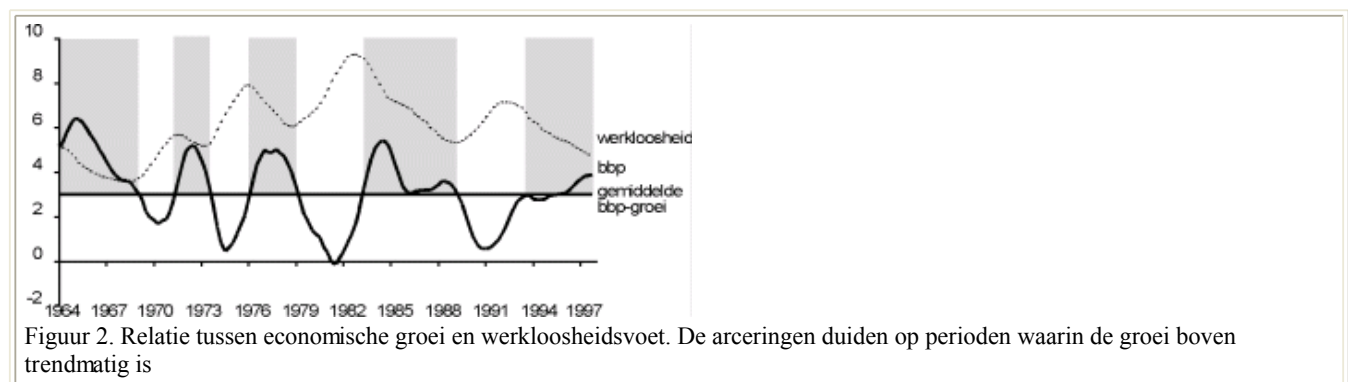
Het is echter onwaarschijnlijk dat de Fed in zo'n situatie, waarin de economische groei nog negatief of zeer beperkt is, de rente snel

zal verhogen. Daarmee bestaat immers het gevaar dat het herstel in de kiem wordt gesmoord. Naast de al genoemde bankencrisis, is dit een van de oorzaken waarom de Taylor-regel het rond 1992 slecht deed. De Amerikaanse economie krabbelde in 1992 op uit een diep dal. De groei bedroeg in 1990 en 1991 gemiddeld slechts 0,2%. Na 1991 steeg de groei dus weliswaar, maar vanaf een zeer laag, beneden trendmatig tempo. De Fed ging, in tegenstelling tot wat de Taylor-regel voorschrijft, daarom niet gelijk tot een renteverhoging over. Pas toen de groei vanaf begin 1994 definitief boven het potentiële tempo uitkwam, werd de federal funds rate stapsgewijs verhoogd.

De neiging van de Fed om de rente te verhogen is dus groter indien er een groeispurt plaatsvindt vanaf een hoog starttempo. Ligt het starttempo van een groeiacceleratie echter laag, dan zal die neiging minder groot zijn. In het geval dat de economische groei langere tijd boven de potentiële groei ligt (een slinkende output-gap), blijft de inflatiedreiging toenemen en zal de Fed geneigd blijven de rente verder te verhogen.

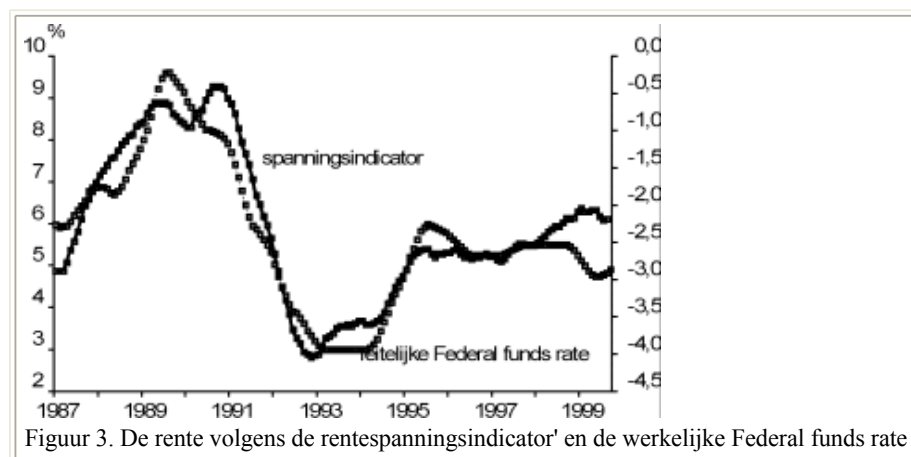
Naar een nieuwe regel

Het gebruik van de werkloosheid als indicator ondervangt het nadeel van de Taylor-regel. De werkloosheid daalt immers vaak pas op het moment dat de economische groei boven het potentiële tempo komt. Bovendien blijft de werkloosheid dalen (of stijgen) naarmate de groei langer boven (of onder) het houdbare tempo ligt. [figuur 2](#) illustreert dit. In de periodes dat de feitelijke bbp-groei boven het houdbare tempo ligt (hier genomen als de gemiddelde bbp-groei over de getoonde periode), daalt de werkloosheid. Dat geldt bijvoorbeeld voor 1971-1974, 1976-1979, 1983-1989 en na 1994.



Kan deze informatie gebruikt worden om tot een betere voorspelling te komen? Voorzover incidentele omstandigheden (bankencrisis, Aziëcrisis) de bruikbaarheid van de Taylor-regel hebben geschaad, is het moeilijk een alternatief te vinden: altijd zullen niet in te schatten gebeurtenissen het monetair beleid kunnen laten afwijken van wat volgens regels wenselijk zou zijn. Maar mogelijk dat vanaf 1992 een betere indicator gevonden kan worden voor de Federal funds rate. Zoals hierboven al is aangegeven kan de ontwikkeling van de werkloosheid als alternatief voor de output-gap dienen. Ook Fed-voorzitter Alan Greenspan heeft meer dan eens aangegeven de huidige krapte op de arbeidsmarkt met bijzondere interesse te volgen. Een dalende werkloosheid bergt immers het gevaar in zich van oplopende inflatie.

[figuur 3](#) geeft een alternatieve monetaire regel weer, de 'rentespanningsindicator'. Deze indicator is gedefinieerd als de kerninflatie minus de werkloosheidsvoet. De rentespanning loopt op wanneer de inflatie stijgt en/of de werkloosheid daalt. Bij een afnemende inflatie en/of stijgende werkloosheid neemt de rentespanning af.



Figuur 3. De rente volgens de rentespanningsindicator' en de werkelijke Federal funds rate

De figuur laat zien dat vanaf 1992 tot 1998 de rentespanningsindicator een betere benadering geeft van de federal funds rate dan de Taylor-regel. Vanaf 1998 loopt de spanningsindicator uit de pas met de federal funds rate. De oorzaak voor de afwijking is, evenals bij de Taylor-regel, gelegen in de Aziatische crisis, die de Fed de rente deed verlagen. Doordat de werkloosheid, bij een vrij constante kerninflatie, blijft afnemen, bleef de indicator echter op verhoogd staan.

Inmiddels heeft de Fed de rente weer tweemaal verhoogd, wat in het licht van de zojuist geschetste ontwikkeling niet verwonderlijk is. Terwijl de gevolgen van de financiële crisis zijn weggeëbd, blijft de binnenlandse economie immers onveranderd krachtig met alle (potentiële) verhitingsverschijnselen van dien.

Conclusie

De regel van Taylor geeft tot 1992 een goede indicatie van de stand en ontwikkeling van de federal funds rate maar laat vanaf dat moment zijn beperkingen zien. In 1992 neemt de bbp-groei namelijk weliswaar sterk toe (de outputgap loopt dicht) maar zijn de spanningen nog niet zodanig dat de Fed, mede gegeven de problemen rond het bankwezen op dat moment, een renteverhoging noodzakelijk acht. Dat de economische spanningen dan nog beperkt zijn, blijkt onder meer uit de ontwikkeling van de werkloosheid die pas ruim een jaar na het ingezette economisch herstel begint te dalen (zie ook [figuur 2](#)). Vanaf 1992 geven de werkloosheidsvoet, in combinatie met de kerninflatie, dan ook een betere indicatie van de federal funds rate dan de Taylor-regel.

Omdat de inflatie nog altijd gematigd is, geeft de Taylor-regel nog steeds een renteverlaging aan. De, met behulp van de kerninflatie en werkloosheid gevormde 'rentespanningsindicator' wijst echter op een renteverhoging. De renteverhogingen die de Fed eind juni en augustus doorvoerde waren op grond van deze indicatie, gewenst.

Op 5 oktober aanstaande komt het Federal Open Market Committee wederom bij elkaar om over de rente te beslissen. Op basis van de spanningsindicator is het waarschijnlijk dat Greenspan en de zijnen het trio renteverhogingen zal volmaken. Vanwege de millennium-vrees zou de Fed echter kunnen besluiten om een derde renteverhoging uit te stellen tot na de eeuwwisseling.

1 J.B. Taylor, Discretion versus policy rules in practice, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39, 1993

2 J.B. Taylor, op. cit. blz. 202.