

# De „hoge’’ reële rente

## Een notitie

PROF. DR. J.N.F. BAKKER\*

**De reële rente wordt gewoonlijk gedefinieerd als de nominale rente minus de geldontwaarding. Aan dit reële-rentebegrip kleeft het bezwaar dat het niet de werkelijke kosten van geleend geld noch de werkelijke opbrengst van uitgeleend geld weergeeft. In dit artikel wordt de kritiek die vanuit theorie en empirie tegen het gebruikelijke reële-rentebegrip is geuit, samengevat en geëvalueerd. De auteur stelt o.a. dat de fiscale behandeling van rentekosten en rente-ontvangsten de hoogte van de reële rente belangrijk beïnvloedt. Zijn conclusie luidt dat indien een verlaging van de reële rente gewenst wordt geacht, fiscale instrumenten wellicht het beste aanknopingspunt bieden om tot zo'n verlaging te komen.**

### Inleiding

In macro-economische beschouwingen over de hoogte van de reële rente komt men de laatste tijd de opvatting tegen dat deze aan de hoge kant zou zijn 1). De reële rente wordt dan doorgaans omschreven als het verschil tussen marktrente en (geraamd) inflatiepercentage. Op deze wijze gesteld kan inderdaad niet worden ontkend dat er sprake is van een hoge reële rente. Deze zienswijze komt evenwel voornamelijk van de zijde van „policy makers’’ op het gebied van de geldpolitiek. In hun voetspoor treden vele anderen die rechtstreeks of indirect met het renteververschijnsel te maken hebben. Iets anders is of de reële rente ook op grond van theoretische overwegingen „hoog’’ kan worden genoemd. In de monetaire theorie speelt de rentevoet in zoverre een belangrijke rol dat de effecten van bij voorbeeld een renteverlaging door de centrale bank op de activiteit van de volkshuishouding van wezenlijke betekenis worden geacht en dienovereenkomstig worden geanalyseerd. De opvattingen bij de verschillende theoretische scholen over de werking van het transmissiemechanisme van monetaire naar reële sector lopen echter uiteen.

Bij neo-keynesiaanse auteurs zal een renteverlaging via de consumptie en investeringen aanvankelijk een stimulerende werking hebben op de volkshuishouding via het bekende multiplier-acceleratormechanisme en derhalve de economische groei bevorderen. Door het veronderstelde stijgende verloop van de macro-economische aanbodfunctie van geld zal bij een stijging van de vraag naar geld een prijsstijging niet kunnen uitblijven en zal dan ook op den duur de rentevoet de neiging vertonen te stijgen.

De neo-klassieke – en in hun voetspoor de monetaristische – auteurs komen tot een zelfde conclusie, zij het dan dat zij een andere voorstelling hebben van de processen die zich hier voltrekken. Renteverlaging vindt plaats als de basisgeldhoeveelheid toeneemt. Via de zogenaamde wet van Walras zal het aanvankelijke gebrek aan evenwicht dat hierdoor op de geldmarkt ontstaat, worden weggewerkt door de prijs- en substitutie-effecten die de vergroting van de basisgeldhoeveelheid uitlokt. Deze werken niet alleen door op de geldmarkt, doch ook op de markten van geldkapitaal, investeringsgoederen en consumptie-artikelen. Zodra dit aanpassingsproces is uitgewerkt, blijkt de rente na de aanvankelijke daling weer te zijn gestegen 2).

De macro-economische theorieën die hier zijn genoemd, geven echter geen uitsluitsel over de hoogte van de rentevoet in de nieuwe evenwichtssituatie, doch het is wel duidelijk dat deze „hoog’’ zal zijn in verhouding tot die in een situatie juist na verlaging van het disconto van de centrale bank, c.q. toename van de basisgeldhoeveelheid. Evenmin kunnen uitspraken over de

„hoge’’ reële rente worden gefundeerd op schrijvers die in algemene-evenwichtsmodellen de marktrente en de reële rente hebben verwerkt 3). Voor een beoordeling van de factoren die van invloed zijn op de hoogte van de rentevoet, moet men dan ook te rade bij de micro-economie. Daarbij gaat het om grootheden als de grensproductiviteit van het kapitaal, het inflatiepercentage en sinds kort ook de belastingdruk, in samenhang bezien met de inflatie.

Via het vigerend belastingstelsel kan een verschuiving tot stand komen van het rente-inkomen doordat de vraag- en aanbodfuncties van geldkapitaal beide in opwaartse richting verschuiven. Het lijkt vanzelfsprekend dat daardoor de marktrente wordt opgedreven; wat dit betreft loopt de redenering analoog aan die welke sinds jaar en dag wordt toegepast op de loonvorming op de arbeidsmarkt. In de traditionele theorieën is immers de individuele aanbodfunctie van arbeid afhankelijk van de loonvoet, waarbij veelal de aanbieder geacht wordt te streven naar optimale productieve inspanning en daartoe de marginale fysieke productiviteit en de marginale technische transformatievoet aan elkaar gelijk poogt te maken. Dergelijke opvattingen houden doorgaans niet expliciet rekening met het optreden van een overheid, die ten behoeve van de voorziening van collectieve goederen en/of uit het oogpunt van inkomensherverdeling heffingen (belastingen, sociale premies) op het arbeidsinkomen oplegt, die de aanbodcurve van arbeid in opwaartse richting kunnen doen verschuiven (de zogenaamde „wig’’). Doordat het arbeidsloon fiscaal aftrekbaar is als kostenfactor, zal eveneens de vraagcurve naar arbeid zich in opwaartse richting kunnen bewegen. Het resultaat van beide processen is een „hoge’’ loonvoet. Een soortgelijke redenering geldt voor de rentevoet. De micro-economische visie met betrekking tot de factoren die de hoogte van de rentevoet beïnvloeden, zullen in het hiernavolgende betoog op eenvoudige wijze worden uitgewerkt, mede aan de hand van een kort historisch overzicht.

\*) De auteur is hoogleraar economie aan de Universiteit van Amsterdam.

1) Zie b.v. De Nederlandsche Bank NV, *Verlag over het jaar 1982*, Amsterdam, 1982, blz. 16.

2) Zie b.v. Korteweg en Keesing, *Het moderne geldwezen*, deel III, 14e herziene druk, hfst. VI en VII, Amsterdam, 1979.

3) Zie N.C. Nielsen, *Inflation and taxation. Nominal and real rates of return*, *Journal of Monetary Economics*, nr. 7, 1981, blz. 261 – 270.

Zoals bekend gaf Wicksell, o.a. voortbouwend op Ricardo, het onderscheid tussen marktrente en reële rente een vaste plaats in de economische basisliteratuur 4). Zijn theorie gaat uit van een vrije-ruilverkeershuishouding waarin de overheid een bescheiden plaats inneemt en derhalve op de prijsvorming van geldkapitaal via het budget of anderszins geen overwegende invloed kan uitoefenen. Zijn „natuurlijke” rente komt tot stand op een markt waarop geen sprake was van specifieke monetaire invloeden; een situatie derhalve, die als het ware in een geldloze maatschappij zou kunnen bestaan 5). Deze rente kan afwijken van de marktrente als gevolg van de kredietpolitiek van het geldscheppend bankwezen 6). Het is denkbaar, dat ook financieringstekorten c.q. -overschotten en internationale factoren tot afwijkingen zouden kunnen leiden, doch voor zover mij bekend heeft Wicksell hieraan geen overwegende aandacht besteed.

Het onderscheid tussen reële rente en marktrente speelde ook een rol in Fishers opvattingen, die eveneens uitgaan van een vrije-ruilverkeershuishouding met een overheidssector van beperkte omvang. Fisher ging er daarbij vanuit dat op lange termijn de aanbieders van geldkapitaal de waardevermindering zouden kunnen afwentelen op de vragers. Het is niet onwaarschijnlijk dat deze opvatting ertoe heeft bijgedragen dat de reële rente veelal wordt gezien als het verschil tussen marktrente en (geraamde) inflatievoet 7).

Voor na 1945 is een omvangrijke literatuur ontstaan over de invloed van de sterk toegenomen omvang en betekenis van de overheidssector en de daarmee samenhangende vergroting van de collectieve-lastendruk en de pogingen tot afwenteling van deze lasten 8). Daarbij is eveneens de belastingdruk op het renteinkomen behandeld en geanalyseerd, doch vrijwel niet in samenhang met het inflatieverschijnsel bezien. Met laatstgenoemde problemen houdt zich sinds enkele jaren een aantal Amerikaanse schrijvers bezig, waarbij in het bijzonder Feldstein een vooraanstaande rol heeft gespeeld 9). Hierop komen wij in de voorlaatste paragraaf terug.

## De geldkapitaalmarkt

De hedendaagse markt van het geldkapitaal is zeer complex, waarbij gezinnen, bedrijven, overheid en buitenland als vragers en aanbieders kunnen optreden. Het deel van het netto aanbod van geldkapitaal dat afkomstig is van de gezinnen is geconcentreerd bij de hogere inkomens. Een groot deel van het aanbod vloeit bovendien voort uit contractuele verplichtingen, die deels wel en deels niet door de gezinnen opzegbaar zijn en waarbij pensioenfonds, spaarfonds, levensverzekeringsmaatschappij en enz. als tegenpartij optreden, die voor de beschikbare middelen een bestemming zoeken.

Het door de gezinnen rechtstreeks verkregen rente-inkomen is in de regel onderworpen aan directe belastingheffing. Het is niet onwaarschijnlijk dat – vrijstellingen, ontgaan of ontduiking ter zijde gelaten – in de huidige omstandigheden op dit inkomen een marginale belastingdruk ligt van rond 50% en het lijkt weinig plausibel dat de individuele en daarmee de collectieve aanbodcurve daardoor niet wordt beïnvloed.

In de traditionele theorie wordt veelal een positieve relatie tussen het aanbod van productiefactoren (en daarmee ook van geldkapitaal) en beloningsvoet verondersteld. Belastingheffing heeft daarbij geen invloed op de omvang van het aanbod en de allocatie indien er sprake is van een belasting op „rent”-inkomen. Veelal wordt daarbij verondersteld dat er sprake is van volledige mededinging. Bij de hoogte van de beloning spelen de marginale aanbieders een overwegende rol. Voorts wordt in de regel verondersteld dat de belastingheffing „neutraal” is, dat wil zeggen dat deze de allocatie niet beïnvloedt. In feite echter zijn in de meeste Westerse belastingstelsels regelingen opgenomen, die voor bepaalde spaarvormen een voorkeursbehandeling inhouden. Veelal is bij voorbeeld aftrek van lijfrente toegestaan.

De netto vraag naar geldkapitaal is voornamelijk afkomstig van ondernemingen en de overheid. De ondernemingen mogen daarbij in de regel de betaalde rente als fiscaal aftrekbaar onkosten beschouwen. Het lijkt voor de hand te liggen dat daar-

door de vraag naar geldkapitaal zich in opwaartse richting zal gaan bewegen. Gemakshalve wordt ervan uitgegaan dat op de rentelasten een belastingbesparing wordt verkregen van rond 50%, hetzij via de directe belasting op vennootschapswinsten, hetzij via de inkomstenbelasting van particuliere ondernemers, die geen gebruik maken van de rechtsvorm van de naamloze (al dan niet besloten) vennootschap, de coöperatie enz.

Ook hierbij treedt voor de markt een aantal complicaties op. In de eerste plaats is het denkbaar dat de onderneming geen vraag uitoefent naar rentedragend geldkapitaal, doch naar risicodragend eigen vermogen; de daaruit voortvloeiende dividenduitkeringen zijn veelal fiscaal niet aftrekbaar van de winst. Voorts worden vrijgekomen middelen uit afschrijving van kapitaalgoederen en ingehouden winsten veelal voor de financiering van de activiteiten van de onderneming aangewend, zodat een deel van het benodigd geldkapitaal buiten de markt om wordt verworven.

In de traditionele theorie spelen deze complicaties geen rol van betekenis. Niet alleen is daar uitsluitend de marginale vrager van belang bij de bepaling van de hoogte van de rentevoet; doch bovendien zal door de veronderstelde marktform van de volledige mededinging in de markten van productiefactoren en op de afzetmarkten de uiteindelijke allocatie door belastingheffing niet worden beïnvloed. De netto vraag van de overheid wordt verondersteld onafhankelijk van de hoogte van de rentevoet te zijn, aangezien deze voortvloeit uit beslissingen die samenhangen met de jaarlijkse budgetprocedure. Ook hier kan het voorkomen dat een spaaroverschot wordt verkregen doordat een deel van de overheidsinvesteringen niet via leningen op de kapitaalmarkt wordt gefinancierd, doch via overschotten op de lopende inkomsten. Daardoor wordt uiteraard de vraag naar geldkapitaal beïnvloed.

Ten slotte kan worden gereleveerd dat in de rentetheorie sprake is van twee visies op de relatie tussen het totale aanbod en de hoogte van de rentevoet, de klassieke en de keynesiaanse. De klassieke theorie heeft vooral oog voor de rentevorming op de kapitaalmarkt, de keynesiaanse voor die op de geldmarkt. Beide markten staan niet los van elkaar. Het onderscheid tussen beide theorieën is onder andere van belang voor de rente-elasticiteit van het aanbod van geldkapitaal. In de keynesiaanse theorie is deze te verwaarlozen, in de klassieke niet. Over de rente-elasticiteit van de vraag door ondernemingen bestaat overeenstemming, aangezien deze in elk geval negatief is.

Hieronder zullen enkele grafische voorstellingen worden besproken naar aanleiding van de behandelde casuïstiek. Wij onderscheiden achtereenvolgens, met inachtneming van genoemde veronderstellingen (aanbieders van geldkapitaal streven naar volledige afwenteling van belastingen op het renteinkomen; vragers naar geldkapitaal genieten een belastingaftrek

4) K. Wicksell, *Finanztheoretische Untersuchungen und das Steuerwesen* Schwedens, Jena, 1896.

5) G. Myrdal, *Monetary equilibrium*, Londen enz., 1939, blz. 24, omschrijft de „natuurlijke” of „reële” rentevoet, als die welke „corresponds to the physical marginal productivity of the roundabout process of production”.

6) Zie b.v. J. Hicks, *Critical essays in monetary theory*, Oxford, 1976, blz. 153; D. Patinkin, *Study in monetary economics*, New York enz., 1972, hfst. 5.

7) Dit is overigens niet geheel in overeenstemming met de opvattingen van Fisher zelf die „imperfect foresight” van de gezinnen veronderstelde. Zie I. Fisher, *The theory of interest*, New York, 1930, blz. 43–44.

8) Zie b.v. R.A. Musgrave, *The theory of public finance*, New York, 1959, deel 3 en de daar genoemde literatuur, alsmede M. Krzyzaniak en R. Musgrave, *The shifting of the corporation income tax: an empirical study of its short-run effect upon the rate of return*, Washington, 1963; W.H. Oakland, Corporate earnings and tax shifting in US manufacturing 1930–1968, *Review of Economics and Statistics*, 1972, blz. 235–244.

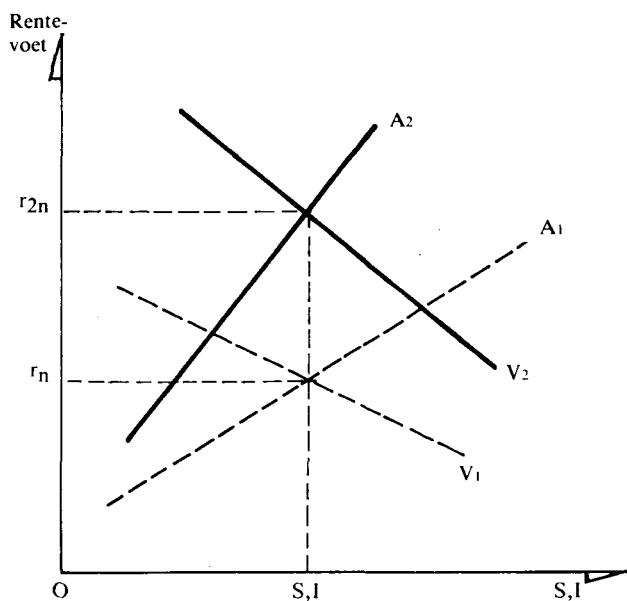
9) M. Feldstein, Inflation, income taxes and the rate of interest. A theoretical analysis, *American Economic Review*, 1976, blz. 809–820; M. Feldstein, J. Greens en E. Sheshinski, Inflation and taxes in the growing economy wit debt en equity finance, *Journal of Political Economy*, 1978; M. Feldstein en L. Summers, *Inflation, tax rules and the long term interest rate*, Brookings Papers on Economic Activity, nr. 1, 1978, blz. 61 e.v.

van 50%; bij de prijsvorming is het gedrag van marginale spaarders en vragers van doorslaggevende betekenis; volkomen communicatie tussen geld- en kapitaalmarkten en afwezigheid van internationale factoren die het renteniveau beïnvloeden), vier gevallen, namelijk:

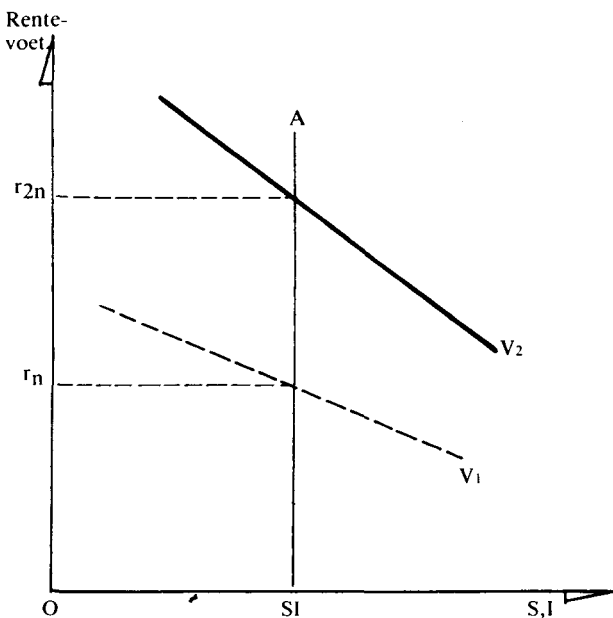
- aanbodfunctie van geldkapitaal niet volkomen inelastisch, geen overheid (figuur 1);
- aanbodfunctie van geldkapitaal volkomen inelastisch, geen overheid (figuur 3);
- aanbodfunctie van geldkapitaal niet volkomen inelastisch, vraag van de overheid is volkomen inelastisch (figuur 2);
- aanbodfunctie van geldkapitaal volkomen inelastisch, vraag van de overheid is volkomen inelastisch (figuur 4).

In alle gevallen wordt de invloed van inflatie buiten beschouwing gelaten.

*Figuur 1. Kapitaalmarkt met niet volkomen inelastisch aanbod in economie zonder overheid*



$r_n$  = natuurlijke rente, S = besparingen, I = investeringen

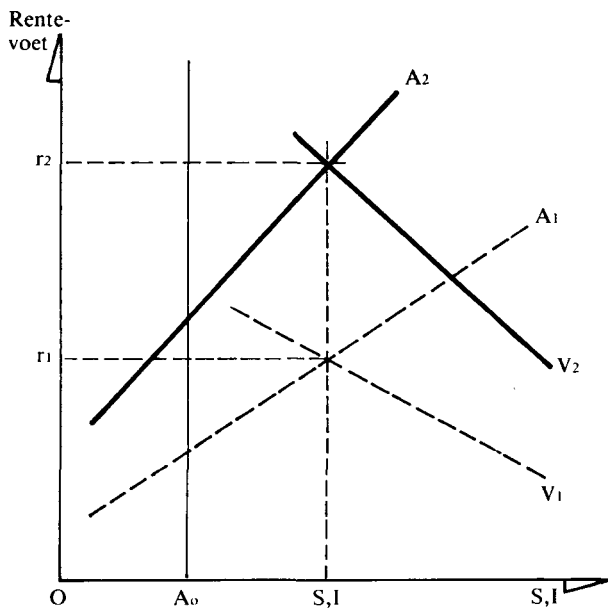


*Figuur 3. Kapitaalmarkt met volkomen inelastisch aanbod in economie zonder overheid*

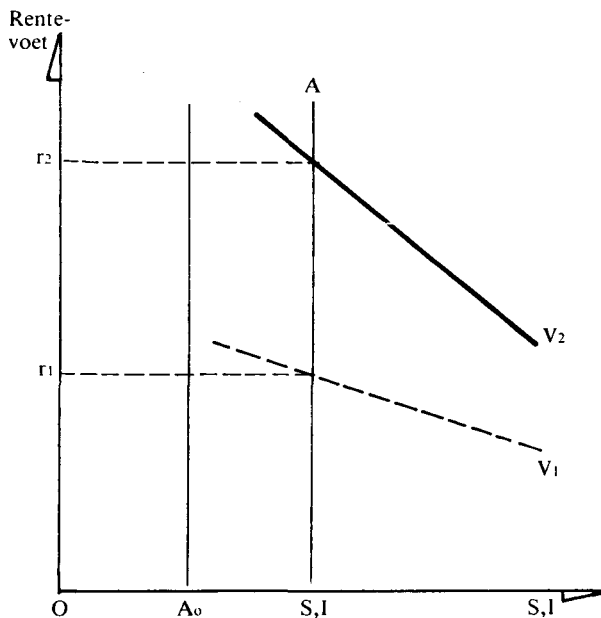
Figuur 1 bouwt voort op de visie van Wicksell. De onderbroken vraag- en aanbodfuncties leveren ter hoogte van het snijpunt de „natuurlijke” rentevoet ( $r_n$ ) op (die gemakshalve gelijkgesteld wordt met de reële rente) met de daarbij behorende „gezuilde” hoeveelheid geldkapitaal per periode. Verondersteld wordt nu dat de overheid een (marginaal) tarief van 50% introduceert op het rente-inkomen. Aanbieders slagen erin deze belasting volledig af te wentelen; indien dit niet zou lukken geven zij de voorkeur aan consumptie van het daarmee gemoeid bedrag aan geldkapitaal. Tegelijkertijd mogen de rentekosten door ondernemingen voortaan volledig worden afgetrokken van de bruto winsten voordat belastingheffing plaatsvindt. De onderbroken vraag- en aanbodfuncties geven de nieuwe situatie weer. De reële rente blijkt te zijn gestegen (in dit geval verdubbeld).

Figuur 2 schetst de situatie indien de overheid als vrager op-

*Figuur 2. Kapitaalmarkt met niet volkomen inelastisch aanbod en volkomen inelastische vraag van de overheid*



$OA_0$  = vraag naar besparingen door de overheid



*Figuur 4. Kapitaalmarkt met volkomen inelastisch aanbod en volkomen inelastische vraag van de overheid*

treedt. Zoals te verwachten, is de rentestijging groter dan in figuur 1.

De figuren 3 en 4 behoeven niet verder te worden toegelicht. Ook hier resulteert een rentevoet die hoger ligt dan in figuur 1, doch deze is nu geheel het gevolg van vraagfactoren. Belasting op het rente-inkomen is niet van invloed op het aanbod van het geldkapitaal. Van belang is wel dat de mate van rente-elasticiteit van het aanbod invloed heeft op het renteverloop in de tijd. Een relatief dan wel volkomen inelastisch verloop van dit aanbod zal leiden tot betrekkelijk sterke fluctuaties van de rentevoet.

Ten slotte kan worden opgemerkt dat, indien rekening wordt gehouden met de geldontwaarding, een verdere rentestijging te verwachten is. Aanbieders zullen pogen de inflatie af te wentelen; vragers worden extra gestimuleerd door de te verwachten waardedaling van het geld en derhalve van de reële schuldenlast. Voor de individuele vragers en aanbieders is er immers geen wezenlijk onderscheid tussen de effecten van een verandering in het belastingregime als hierboven omschreven en een verandering van de geldwaarde.

### De marktrente in theorie en praktijk

Wij zullen pogen de hiervoor gepresenteerde theorie te vergelijken met de empirie. Daarbij hebben wij ons in het bijzonder beperkt tot de markt van geldkapitaal in de Verenigde Staten en wel om tweeërlei reden. In de eerste plaats is de rente-ontwikkeling aldaar toonaangevend voor die in grote delen van de wereld; voorts is over het onderhavige onderwerp in de Verenigde Staten de meeste literatuur gepubliceerd.

De eerste vraag die een antwoord behoeft is welke aanbodfunctie van toepassing is. In macro-economische beschouwingen wordt nogal eens verwezen naar „Denison's law”, waarmee de betrekkelijk constante spaarquote van de Verenigde Staten gedurende de laatste dertig jaar wordt bedoeld (10). Deze zou aanleiding kunnen geven tot de veronderstelling dat het aanbod van geldkapitaal betrekkelijk inelastisch is. Oudere econometrische onderzoeken hebben aanleiding gegeven tot een dergelijke conclusie, doch recenter werk van onder andere Boskin schijnt te wijzen in de richting van een rente-elasticiteit van 0,2 tot 0,4. „Denison's law” is bovendien op losse schroeven gezet (11) doordat aan het eind van de jaren zeventig een niet onbelangrijke daling van de spaarquote van de Verenigde Staten is geregistreerd, die zich nog niet heeft hersteld.

Wat de hoogte van de potentiële marktrente betreft, suggereert Brimmer (12) de verstaande opvatting. Indien wij hem volgen zou de marginale aanbieder die een netto reële rente van zijn kapitaal van 3% per jaar verlangt (een percentage, dat Wicksell waarschijnlijk niet abnormaal hoog zou vinden) en daarbij rekening houdt met een inflatievoet van b.v. 6% eerst bij een marktrente van 18% tot „ruil” bereid zijn. Bij een inflatiepercentage van 3% is de potentiële marktrente onder de geformuleerde veronderstellingen op 12% te stellen. Ondernemingen die hun prijzen aan dit inflatiepercentage weten aan te passen en bovendien winstgevend zijn, zullen ook bereid zijn om dergelijke marktrentepercentages te betalen, zoals de praktijk ons leert.

Daartegenover kan de (keynesiaanse?) visie worden gesteld volgens welke de potentiële marktrente ten hoogste kan worden gesteld op de som van de normale reële rente en de verwachte inflatievoet. Voor een extra verhoging in verband met de afwenteling van belastingen op het winstinkomen is geen aanleiding, omdat het totale aanbod van besparingen in de eerste plaats afhankelijk is van het inkomen bij een gegeven categoriale inkomensverdeling en niet van de rentevoet. Onder deze omstandigheden is een min of meer constante spaarquote te verwachten en is de rente te beschouwen als een „rent”, zodat een te heffen belasting in beginsel niet zal worden afgewenteld. Deze opvatting impliceert tevens dat het besluit van het subject tot vermogensvorming over te gaan min of meer losstaat van de consumptieve beslissingen die hij neemt en dat met name een door hem te laag geachte reële rentevergoeding niet zal leiden tot een lager spaarvolume.

Verscheidene auteurs nemen een tussenpositie tussen deze uitersten in (13). Feldstein en Summers nemen in die categorie een

belangrijke plaats in. Deze schrijvers gaan uit van een gebruikelijke vraag- en aanbodfunctie van geldkapitaal, waarbij een ongewijzigd beleid van de overheid geen aanleiding geeft tot afwentelingseffecten of wijzigingen aanbrengt in de allocatie van de besparingen. Een constante winstbelasting heeft dan ook geen invloed op de „internal rate of return”. Vervolgens laten zij zien dat een wijziging van het fiscale afschrijvingsregime of de invoering van een investeringspremie de vraagfunctie naar kapitaal doet verschuiven. De aanbodfunctie (waarbij twee gevallen worden onderscheiden, namelijk volkomen inelastisch aanbod en een stijgend verloop van de aanbodcurve) ondergaat geen verandering.

In eerste instantie nemen zij aan dat alle investeringen worden gefinancierd met leningen. Daarbij veronderstellen de schrijvers, dat sprake is van een „standard investment”: een project met een looptijd van dertig jaar waarvan in het eerste jaar circa een derde bestaat uit gebouwen enz., en twee derden uit installaties, die na 30 respectievelijk 10 jaar worden vervangen. De netto produktie van deze investering daalt met 8% per jaar („output decay”) totdat de investering wordt afgestoten. De initiële waarde van deze netto produktie wordt zodanig gekozen dat de „internal rate of return” vóór belasting 12% bedraagt.

Vervolgens wordt bij een aantal fiscale investeringsregimes, die na de tweede wereldoorlog in de Verenigde Staten van toepassing zijn geweest, berekend welke de maximale potentiële rentevoet bedraagt voor twee situaties, nl. een zonder inflatie en een met een inflatie van 6% per jaar. De fiscale regimes die worden beschouwd verschillen qua afschrijvingsmethoden en investeringsaftrekregeling alsmede qua vennootschapsbelastingtarief; aanvankelijk was het tarief 52%, later 48%. In de tijd gezien was sprake van toenemende begunstiging van de investeringen.

Indien geen belasting wordt geheven, impliceren de gekozen uitgangspunten een maximale potentiële rentevoet van 12% respectievelijk 18% bij een inflatiepercentage van 0 respectievelijk 6. De conclusies van Fisher inzake de afwenteling van de inflatie gaan dan volledig op. In de overige (zes) gevallen doet echter het aftrekregime de reële rente steeds verder toenemen. De maximale potentiële rentevoet is het hoogst onder het fiscale regime dat ten tijde van het tot stand komen van het artikel van de schrijvers (1978) gold, namelijk een vennootschapsbelastingtarief van 48%, een investeringsaftrek van 9% en een afschrijving op basis van de destijds bestaande mogelijkheden. Bij een inflatievoet van 6% bedroeg de maximale rente ruim 24%. (Alle genoemde data geven ongeveer de werkelijke situatie in de Verenigde Staten weer.)

Ook wordt onderzocht wat er gebeurt wanneer de standaard investering voor circa tweederde met eigen vermogen wordt gefinancierd en voor circa één derde met leningen. Aangenomen wordt dan bovendien dat over het eigen vermogen een risicopremie wordt ingecalculleerd voor zes gevallen, namelijk drie waarbij geen rekening wordt gehouden met belastingen die de ontvanger is verschuldigd, en drie waarbij dat wel het geval is. De maximale potentiële rentevoet blijkt dan sterk terug te lopen ten nadele van sterk risicodragende investeringen. Een inflatievoet van 6% en een risicopremie van 6% na belastingen blijken bij het regime van 1978 te leiden tot een maximale potentiële rente van ruim 11% in plaats van 24%, zodat de Fisherianse opvattingen over de volledige afwenteling der inflatie niet meer opgaan. Ongetwijfeld speelt mede een rol, dat de dividendbetalingen fiscaal niet aftrekbaar zijn.

Opmerkelijk doch wel begrijpelijk is ten slotte dat naarmate

10) Zie b.v. M.J. Boskin, Taxation, saving and the rate of interest, *Journal of Political Economy*, 1978 en de daar genoemde literatuur.

11) C. Corrado en C. Steindel, Perspectives on personal saving, *Federal Reserve Bulletin*, augustus 1980, blz. 613-625.

12) A.F. Brimmer, Monetary policy and economic activity: benefits and costs of monetarism, *American Economic Review*, Papers and Proceedings, mei 1983, blz. 10.

13) Zie b.v. N.C. Nielsen, op.cit., die op theoretische gronden concludeert dat „with taxation included, the normal rate of interest will tend to increase more than corresponding the pure Fisher-effect, but less than required to keep consumers' after-tax real rate of return unchanged”.

het belastingregime gunstiger wordt, de potentiële rentevoet toeneemt. De schrijvers gaan er immers vanuit dat investeringen worden gedaan zolang de „internal rate of return” – rekening houdend met alle factoren, die daarop van invloed zijn, – bevredigend is. Daarbij wordt uitgegaan van de veronderstellingen van de klassieke theorie, zodat b.v. extra opbrengsten die voortvloeien uit concurrentiebeperking buiten beschouwing blijven.

### Conclusie

Het voorgaande samenvattend kan gesteld worden dat de opvatting dat de reële rente het verschil zou zijn tussen de marktrente en het (geraamd) inflatiepercentage zowel op theoretische gronden, als op grond van het onderzoek van Feldstein en Summers achterhaald lijkt, of om het met hen te zeggen: „The Fisherian conclusion that the nominal rate of interest rises by the expected rate of inflation leaving the real rate of interest unchanged is no longer valid when borrowers treat interest payments as a deductible expense and pay tax on profits net of accounting depreciation” (op.cit., blz. 61). In elke marktrente of reële rente is een component begrepen die aan de belastingdruk is toe te schrijven. De hoogte van deze component is afhankelijk van een aantal factoren waarvan wij helaas nog weinig weten. Uitspraken over de „hoge” reële rente zijn derhalve niet vrij van willekeur. Van belang is hier vooral het marktgedrag van marginale groepen vragers en aanbieders. Vindt men de reële rente na belastingaftrek te laag, dan zal dit tot uitdrukking komen in een la-

gere dan normale spaarquote. Zijn, al dan niet als gevolg van het ontbreken van enkele voorwaarden voor de volkomen markt, de winsten relatief hoog voor sommige groepen investeerders, dan zal dit – mede aangewakkerd door royale fiscale faciliteiten – kunnen leiden tot een verhoging van de marktrente. Wellicht is een combinatie van vermindering van de fiscale voorkeursbehandeling voor investeringen en (gedeeltelijke) vrijstelling van het rente-inkomen voor de directe belastingheffing (zoals al bepleit door Fisher en Kaldor) de beste weg om te komen tot een verlaging van de reële rente.

Wat betreft de Nederlandse situatie komt daar nog bij dat in de reële rente een component begrepen is die in het onderzoek van Feldstein en Summers ontbreekt, namelijk de invloed op de rente van buitenlandse ontwikkelingen. De invloed van deze component is vermoedelijk aanzienlijk, zodat elke vergelijking van de reële rente als gedefinieerd door b.v. DNB met de grensproductiviteit van de investeringen in ons land een hachelijke zaak is. Daartegenover staat dat de invloed van de marginale groepen van aanbieders in ons land vermoedelijk niet groot is, aangezien de meeste besparingen van gezinnen lopen via de institutionele beleggers. Niettemin lijkt het de moeite waard na te gaan of een vorm van „interest equalisation tax”, zoals in de Verenigde Staten in de jaren zestig is toegepast om de destijds hoge kapitaaluitvoer tegen te gaan, voor Nederland een geschikt instrument kan zijn om de „hoge” reële rente te verlagen.

**J.N.F. Bakker**