



Amerikaanse rente en Europese valuta's: uitstel van rentedaling

DRS. J. C. VAN KESSEL*

Inleiding

De hoge Amerikaanse rente houdt de koers van de dollar hoog. Iedere rentestijging in de Verenigde Staten betekent een scherpe stijging van de dollar, waardoor een rentedaling in Europa wordt gefrustreerd. De topconferentie begin juli in Versailles leverde op dit punt niet meer op dan een herhaling van het belang van internationale economische en monetaire coördinatie en de afspraak tot een studie van de effecten van valuta-interventies.

De algemene spilkoersaanpassing in het EMS enkele weken later leverde evenmin de gehoopte rentedaling op. Europa blijft afhankelijk van Amerika. Wat houdt de Amerikaanse rente hoog en kunnen er veranderingen verwacht worden?

Gewijzigd Amerikaans monetair beleid

In de jaren vijftig en zestig deed het adagium opgeld dat wanneer Amerika nieste Europa kou vatte. Dat sloeg toen op de directe invloed van de Amerikaanse conjunctuurcyclus op de Europese conjunctuur. De verschuiving in economische macht (het herstel van Europa, de opkomst van Japan, de Newly Industrialising Countries, de OPEC-landen) hebben de invloed van die relatie sterk afgezwakt. Na de eerste oliecrisis waren meerdere locomotieven nodig en uiteindelijk zelfs een heel konvooi om de vaart er weer in te krijgen en te houden.

Na de relatieve onafhankelijkheid van Amerika in de jaren zeventig blijkt Europa nu besmet met een nieuw virus, niet meer overgebracht via de onderlinge handel, maar ditmaal via de onderlinge monetaire verbondenheid. De oorzaak is in eerste aanleg gelegen in de wijziging sinds oktober 1979 van de manier waarop de Amerikaanse monetaire politiek wordt gevoerd. Sinds het begin van de jaren zeventig voerde de Federal Reserve al een monetaristische politiek in de zin van beheersing van de geldgroei via doelzones voor de toegestane groei van de liquiditeitsmassa. Het

voornaamste instrument daarbij was de rentepolitiek. De geldmarktrente werd op dat peil gebracht en gehouden dat verondersteld werd het gewenste effect op de geldgroei te hebben. De snel toenemende inflatie, ondanks voortdurende verkrapping van het monetaire beleid en dienovereenkomstige stijging van de rente, leidde in oktober 1979 tot een omschakeling in de beheersingsmethodiek, die een directe greep op de ontwikkeling van de geldhoeveelheid beoogde. In overeenstemming met de ontwikkeling van de wekelijks berekende geldhoeveelheid zou de geldmarkt zodanig verruimd of verkrapt worden als nodig om de geldgroei op het gewenste pad te brengen.

Hoewel deze techniekwijziging een schijn van een directe greep op de geldhoeveelheid heeft en ook als zodanig werd gepresenteerd, is er in wezen geen fundamentele wijziging ten opzichte van de eerder gevoerde rentepolitiek. In beide gevallen gaat men uit van de gebruikelijke negatieve relatie tussen rentepeerl en nominale groei van het nationaal inkomen. Alleen de reactiesnelheid wordt in de nieuwe methode drastisch opgevoerd. Voordien reageerde men met een vertraging van minimaal een kwartaal, wanneer op basis van de dan beschikbaar gekomen kwartaalcijfers van het bruto nationale produkt het effect op groei en inflatie kon worden getoetst. Vanaf oktober 1979 stuurt men van week tot week bij, waarbij men het voordeel van de toetsing inruilt tegen de verwachting dat de rente de nominale ontwikkeling voortdurend in het rechte spoor zal houden.

Kijkt men naar het effect van deze omschakeling van lange-termijn- naar korte-termijnbeheersing, dan is het resultaat geen onverdeeld succes geweest, ondanks een historisch extreem hoge rente en zeer forse uitschieters naar boven. De momenten dat alle gehanteerde monetaire indicatoren tegelijkertijd binnen de jaardoelzones bleven, zijn schaars en gaven geen vertrouwen dat men blijvend de zaak onder controle had. Dit toch teleurstellende resultaat is terug te voeren tot een aantal problemen, deels technisch van aard en deels

gelegen in de gevoerde economische politiek. De technische problemen schuilen in het definiëren van de doelvariabele „geld”. De ideale doelvariabele heeft een hoge liquiditeitsgraad, is makkelijk meetbaar en toont een stabiele relatie met de ontwikkeling in de nominale sfeer. In het algemeen neemt men hiertoe chartaal geld in omloop, plus de dagelijks opvraagbare tegoeden bij de banken (M1). Het probleem waarmee de Federal Reserve wordt geconfronteerd, is dat M1 wel voldoet aan de eis van liquiditeitsgraad en meetbaarheid, maar steeds minder voldoet aan de eis van een stabiele relatie. Al decennia lang is in de Verenigde Staten een proces van financiële innovatie aan de gang, waardoor de behoefte aan transactiegeld afneemt of anders gezegd de omloopsnelheid toeneemt. Deze innovatie beperkte zich tot voor kort tot de zakelijke sector (in hoofdzaak verbeterde „cash management”-technieken) en had daardoor een vrij geleidelijk en voorspelbaar verloop. De laatste twee jaar zijn er echter ook voor de particuliere cliënt mogelijkheden gekomen om zijn kasmiddelen winstgevender te maken. Deze veranderingen komen neer op het giraal kunnen beschikken over tot dan toe vastgelegde middelen als spaargeld, deposito's en beleggingen in geldmarktpapier als schatkistbiljetten. De enorme vlucht die deze giralisering heeft genomen, is nog eens extra gestimuleerd door de hogere rentepolitiek, waardoor het verschil tussen het renteloze direct opneembare tegoed en het rentedragende alternatief extra werd beklemtoond. Het gevolg van deze wijzigingen in het financiële gedrag is dat de feitelijke ontwikkeling van de doelvariabelen nauwelijks meer een betrouwbare interpretatie toelaat en als beleidsindicator zelfs misleidend kan werken.

Conflict monetair beleid en begrotingsbeleid

Dit technische probleem, dat op zich al tot grote voorzichtigheid noodzaakt, wordt echter overschaduwd door de inconsistentie van monetair beleid en begrotingsbeleid. Het begrotingsbeleid van de supply-siders van de regering-Reagan komt neer op een verlaging van de overheidsuitgaven onder een gelijktijdige verlaging van de belastingen, die boven de uitgavenverlaging uitstijgt. De initiële vergroting van het overheidsstekort, die hiervan het gevolg is, moet worden ingelopen door een zodanige groei van de investeringen, en in een later stadium van de consumptieve be-

* De auteur is medewerker van het Economisch Bureau van de Amro Bank te Amsterdam. Het artikel is geschreven à titre personnel.

steden, dat de belastingontvangsten per saldo meer dan evenredig gaan stijgen. Op dit punt zijn echter het gevoerde monetaire beleid en het beoogde invloedeffect vanuit de investeringen direct strijdig. Het eerste gevolg van de hoge rente was het inzakken van die bestedingen die het meest interestgevoelig zijn: duurzame consumptieve goederen en dan met name auto's die veelal met consumptief krediet worden gefinancierd en de huizenbouw. De inzakkende conjunctuur deed het overheidstekort verder oplopen, en gaf de andere rentegevoelige sector, de investeringen, een extra duw naar beneden.

Deze inconsistentie tussen monetair beleid en begrotingsbeleid heeft tot een beleidsimpasse geleid, waarbij het gelijk aan de zijde van de Federal Reserve lijkt te liggen, maar de sleutel voor een doorbreken van de impasse eveneens bij de Federal Reserve ligt. Gemeten aan het uiteindelijke doel van de krap-geldpolitiek: de inflatiebestrijding, is aanzienlijk succes geboekt. De inflatie die in 1980 tot boven de 14% was opgelopen is begin dit jaar teruggedrongen tot onder de 7%. Dit succes is gekocht met een dubbele recessie, dubbel in de zin dat na de korte recessie van 1980 en de opleving daarna, de economie in de loop van 1981 weer in een recessie is geraakt. Ondanks het „grote” succes op het inflatiefront is het succes op het kleine front van de geldgroei veel minder. Gewezen is al op de technische problemen die het zicht versluisen op de relatie tussen de geldhoeveelheid en de nominale ontwikkeling.

Daarnaast speelt ook de gewijzigde intereststructuur een rol. Het normale patroon in de Verenigde Staten is dat gedurende een recessie de bedrijven hun financieringsstructuur saneren. Hoog opgelopen kort krediet uit de hausseperiode wordt deels omgezet in lang vermogen — aantrekkelijk omdat de kapitaalmarktrente relatief laag is tijdens een recessie —, deels afgelost als gevolg van de verminderde financieringsbehoefte voor voorraadvorming. In tegenstelling tot het normale patroon is ditmaal echter een daling van de kapitaalmarktrente uitgebleven; er is zelfs sprake van een rentestijging in de afgelopen twee jaar. Deze relatief hoge kapitaalmarktrente van boven de 14% bij een inflatie die minder dan de helft daarvan bedraagt, is prohibitief voor het op gang brengen van het gebruikelijke consolidatieproces bij de bedrijven. Hierdoor blijven de bedrijven hun financieringsbehoefte via rekening-courantkrediet afdekken, waarbij de teruglopende „cash flow” bij al geruime tijd relatief zeer lage voorraadposities de kredietbehoefte hoog houdt. Deze voortgaande groei van de kortekredietverlening werkt in beginsel weer door naar de groei van de liquiditeitsmassa.

Minder gemakkelijk te verklaren blijft het oplopen van de kapitaalmarktrente.

De meest gangbare opvatting is dat het hoge en stijgende financieringstekort de kapitaalmarktrente opdrijft. Toegegeven dat het huidige overheidsbeslag op de besparingen historisch hoog is, kan dit enkele feit toch moeilijk de gehele verklaring zijn. Enerzijds blijft ditmaal immers de particuliere sector vrijwel weg van de kapitaalmarkt, anderzijds laat het de vraag onbeantwoord waarom bij een exceptioneel hoge rente het aanbod niet toeneemt.

Sommigen zoeken een verklaring voor het laatste in een asymmetrisch verwachtingspatroon ten aanzien van de inflatie. Potentiële kapitaalvragers blijven weg van de markt uit angst dat als de inflatie werkelijk bedwongen blijkt, zij geconfronteerd worden met een in reële termen zeer hoge rente. De aanbieders van kapitaal, en dan met name de institutionele beleggers, schuwen de kapitaalmarkt omdat zij gegeven de oplopende overheidstekorten juist een stijging van de inflatie verwachten. Onder erkenning van de hoge mate van onzekerheid over de richting waarin zich de Amerikaanse inflatie zal ontwikkelen, is een dergelijke strikte scheiding in de verwachtingen weinig plausibel. Eerder ligt een meer technische verklaring voor de hand. De belegger, geconfronteerd met een grote mate van onzekerheid over de richting van de kapitaalmarktrente en een rentepolitiek van de Federal Reserve die de korte rente gemiddeld boven de kapitaalmarktrente heeft gehouden, zal een beslissing om lang te beleggen voor zich uitschuiven en in de korte sfeer beleggen. Een dergelijke tactiek heeft hem de afgelopen twee jaar per saldo een hoger rendement opgeleverd dan de kapitaalmarkt.

Beleidsimpasse

In deze impasse, waarin monetair beleid en begrotingsbeleid elkaar gevangen houden, lijkt het begrotingsbeleid het minst in staat een doorbraak te forceren. Al te drastisch terugdringen van het begrotingstekort op korte termijn is contraproductief vanwege het negatieve effect op conjunctuur en belastingontvangsten, en zal de huidige rentestructuur bestendigen. Veel meer dan het tekort consequent geleidelijk terug te brengen, lijkt niet haalbaar.

Anders ligt het bij het beleid van de Federal Reserve. Naar het zich laat aanzien, zal de Amerikaanse economie in het derde kwartaal een voorzichtige opleving te zien geven. Deze opleving komt vanuit de particuliere consumptie, waar de dalende inflatie en de belastingverlaging per 1 juli jl. de stimulans vormen. Wanneer deze opleving wordt geaccordeerd door de Federal Reserve, kan zij de inleiding vormen voor meer blijvend herstel.

Op de financiële markten bestaat echter de vrees dat een dergelijke opleving

direct zal leiden tot stijgende kredietvraag en aantrekkende inflatie. In het eerste stadium van een opleving verbetert echter de „cash flow” en gaat de kredietvraag pas in een later stadium stijgen wanneer de voorraadvorming substantieel wordt en de investeringen gaan aantrekken. De vrees voor een opleving van de inflatie lijkt voorbarig. De onderbezetting is groot, zodat eerder het cyclisch produktiviteitsherstel de kosten per eenheid produkt zal drukken.

Behoeft er dus vanuit de technische factoren niet direct te worden gevreesd voor een direct verkrappende werking van het monetaire beleid, anders ligt het voor het herstel op langere termijn. Zolang de huidige renteverhoudingen voortduren, d.w.z. hoge en erratische korte rente, en hoge kapitaalmarktrente in vergelijking met de inflatievoet, kan moeilijk herstel van de investeringen worden verwacht. Een minder nerveus rentebeeld kan alleen ontstaan wanneer de Federal Reserve het pad van de al te nauwkeurige korte-termijnbeheersing van de liquiditeitsmassa verlaat en conjunctuur en financiële markten de rust gunt om rationele-verwachtingsvorming mogelijk te maken. Het is te vroeg om van een dergelijke ommekeer zonder meer uit te gaan, al zal de druk op de Federal Reserve dit najaar zeker toenemen wanneer de verkiezingen voor het Congres voor de deur staan.

De rente in Europa

De hoop bestond dat de spilkoersaanpassing in het EMS in juni tot een algemene renteverlaging zou leiden. Strikt genomen staat deze verwachting op gespannen voet met de techniek van een spilkoersaanpassing. Vóór een spilkoersaanpassing leidt spanning binnen het EMS tot opwaartse rentedruk bij de zwakke valuta's en tot neerwaartse druk bij de sterke valuta's als Duitse mark en gulden.

Na de aanpassing — mits door de valutamarkt als voldoende gekwalificeerd — ontstaat het omgekeerde beeld. De gedevalueerde valuta's zien enige ontspanning op het rentevlak, de gerevalueerde sterke valuta's wordt de ruimte voor rentedaling ontnomen. Toch kan een rentedaling bij sterke valuta's optreden wanneer van buiten het EMS de belangstelling voor de gerevalueerde valuta's toeneemt, omdat de markt bevestigd wordt in zijn mening over de sterke valuta's. Bij de spilkoersaanpassing in juni bleef dit effect uit omdat deze vrijwel direct gevolgd werd door de rentestijging in de Verenigde Staten waardoor de dollar alle belangstelling trok.

Zolang de Verenigde Staten niet bereid zijn bij hun monetaire beleid rekening te houden met de externe effecten daarvan, kan Europa zich alleen ruimte verschaffen voor een zelfstandige rentedaling door ten opzichte van de Verenig-

de Staten een beter resultaat te boeken in de fundamentele koersbepalende factoren. Het terugbrengen van het overheidsstekort, inflatiebestrijding en verbetering van de lopende rekening zijn daarbij de wachtwoorden. Duitsland lijkt hier op alle fronten te kunnen scoren, terwijl Nederland een goede tweede plaats blijft innemen. Een ommekeer in het beleid van de Verenigde Staten, waarbij ook de externe waarde van hun valuta in het economisch beleid wordt opgenomen, lijkt onwaarschijnlijk vanwege de directe invloed op het Amerikaanse monetaire beleid. Wel kan een studie naar de effecten van interventies wat meer licht werpen op de invloed van dollarinterventies door buitenlandse centrale banken op de Amerikaanse geldhoeveelheid. Voor zover uit die interventies misleidende signalen gaan naar het rentebeleid, zou een verbeterd inzicht kunnen leiden tot meer gecoördineerde actie.

J. C. van Kessel