

Financiële markten

De geheimen van het monetaire beleid

"Timing, they say, is the great secret of comedy. Is the same true of monetary policy?" Met deze zin opende *The Economist* onlangs een kort artikel naar aanleiding van de verrassende verhoging van de federal funds rate in de Verenigde Staten op 4 februari, en de minstens zo onverwachte verlaging van de base rate in het Verenigd Koninkrijk vier dagen later¹. Sindsdien trakteerde de Bundesbank de financiële markten op een onverwachte manoeuvre: op 17 februari verlaagde zij het disconto met 0,5 procentpunt tot een niveau van 5,25%.

De Bundesbank had geen onlogischer moment kunnen kiezen, was de overheersende mening onder financieel analisten. Immers, de discontoverlaging vond plaats in de week dat de loononderhandelingen in de metaalindustrie mislukten en iedere analist nog met verontrusting sprak over de hoge geldgroei in december. Men gooide het er maar op dat centrale banken – de Bundesbank in het bijzonder – plegen te verrassen, om zo maximaal effect te sorteren.

Bundesbank volgt oud spoor

Een veel gehoorde redenering is dat de Bundesbank zich in de huidige rentecyclus heeft laten opjagen door ontwikkelingen buiten Duitsland, in het bijzonder door de spanningen in het EMS. Voor de eerste discontoverlaging, die van 14 september 1992, klopt dat zeker. Bij de daaropvolgende renteverlagingen gaf de Bundesbank niet openlijk toe dat valutaire overwegingen een rol hadden gespeeld, maar volgens sommige buitenstaanders was dat wel degelijk het geval. Pas na 2 augustus jongstleden, toen de bandbreedtes in het EMS werden opgerekt tot 15%, zou de Bundesbank de handen vrij hebben gekregen om de rente in haar 'eigen tempo' te verlagen.

Deze redenering is echter onjuist. Vergelijken we de afgelopen 18 maanden van renteverlaging met eerdere perioden van monetaire ontspanning, dan blijkt zelfs het tegenovergestelde. In de eerste zes maanden verlaagde de Bundesbank de rente eerder langzaam dan snel. Na augustus 1992 daalde de korte rente met 25 basispunten per maand, bij de vier vorige periodes van rentedaling lag dat gemiddeld op 39 basispunten. In de tweede zes maanden – dus tot augustus 1993 – bracht de Bundesbank de rente net zo snel als het historische gemiddelde naar beneden. Datzelfde geldt voor de afgelopen zes maanden. Kortom, er is op historische gronden geen reden om aan te nemen dat de Bundesbank zich eerst heeft laten opjagen en nu, nu de spanningen in het EMS lijken te zijn opgelost, gas zal terugnemen.

Economische groei i.p.v. M3

Een tweede misvatting is dat de Bundesbank op grond van binnenlandse economische variabelen geen reden zou hebben gehad de rente tot op het huidige niveau te verlagen.

Het is algemeen bekend dat de Bundesbank een inflatie nastreeft van om en nabij 2%. Dit streven wordt geformaliseerd via een jaarlijkse doelstelling voor de geldgroei. Zo mocht de geldhoeveelheid M3 vorig jaar tussen de 4,5% en 6,5% toenemen en ligt de doelstelling dit jaar op 4,0% 6,0%. Maar zowel inflatie als de groei van M3 hebben zich sinds de Duitse eenwording tot op de dag van vandaag ver buiten het toelaatbare van de Bundesbank bewogen. Ook in de toespraken van de leden van de Bundesbankraad, het beleidscomité van de Bundesbank, wordt geldgroei het vaakst in één adem genoemd met de rente. Wie de 21 persconferenties tussen oktober en januari jongstleden naleest en de verschillende argumenten turft die in de officiële verklaringen worden aangedragen om de rente wel of niet te verlagen, komt uit op de volgende score: 15 keer wordt de geldgroei genoemd, elf keer de wisselkoers, negen keer de lange rente, vijf keer de inflatie, drie keer het begrotingsbeleid, drie keer de loonstijgingen en maar twee keer economische groei².

Wie echter de daden van de Bundesbank nader analyseert, moet tot de conclusie komen dat geldgroei en

de inflatie minder belangrijk zijn dan zij ons wil doen geloven. Het is veel eerder het gebrek aan economische groei die de Bundesbank tot renteverlagingen aanzet. Een recent onderzoek van Goldman Sachs over de periode 1977 - 1993 toont dit aan met een eenvoudige regressieanalyse³:

verandering korte rente =

$$-1,09 + 0,11 * \text{bbp} + 0,10 * \text{M3}_9$$

(-3,2) (3,3) (3,0)

adj. R² = 0,94; DW = 1,59

bbp staat voor de reële bbp-groei en M3₉ voor de groei in de geldhoeveelheid M3 negen kwartalen vertraagd.

Voor de inflatie wordt, opvallend genoeg, geen significant verband gevonden. En slechts twee andere factoren blijken in de praktijk het beleid van de Bundesbank te bepalen. Eén daarvan is de geldgroei, maar niet zoals je zou verwachten als een 'leading indicator', maar als 'lagging indicator'. De geldgroei M3 blijkt alleen over verklarende kracht te beschikken als je hem maar liefst meer dan twee jaar vertraagt. De Bundesbank laat zich dus niet leiden door de verwachte geldgroei in de komende maanden, maar door de geldgroei negen kwartalen geleden – zo blijkt uit de regressievergelijking van Goldman Sachs. In de praktijk blijkt de geldgroei dus vaker niet dan wel bepalend.

De volgens Goldman Sachs tweede significante factor is verrassend genoeg de economische groei. Toch hoeft het ook weer niet zo te verbazen dat de economische groei niet in de woorden, maar wel in de daden van de Bundesbank een rol speelt. De stand van de economie, bij voorbeeld afgemeten aan de bezettingsgraad, was in het verleden altijd een betrouwbare 'leading' indicator voor de inflatie. De inflatie reageert met zo'n twee jaar vertraging op de ontwikkelingen in de bezettingsgraad. Dus, al mag de Bundesbank in de afgelopen vier maanden dan 13 keer vaker hebben gewezen op de geldgroei dan op de groei van de economie, uit haar daden blijkt dat de laatste veel belangrijker is.

1. Choosing the moment, *The Economist*, 12 februari 1994, blz. 70.

2. Bundesbank adrift, *German Economic Commentary*, Thomas Mayer, Jochim Fels, Goldman Sachs, 11 februari 1994, blz. 5.

3. Idem, blz. 6.

Monatsbericht

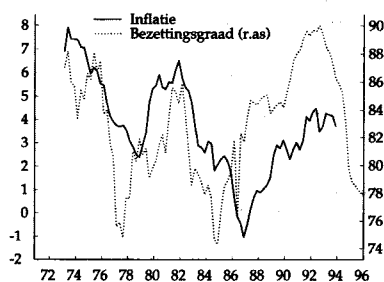
Conjunctuur

De Bundesbank mag dan in haar uitslatingen spaarzaam zijn over de werkelijke redenen om tot renteverlaging over te gaan, in haar jongste *Monatsbericht* staat bijna zwart op wit dat de besluiten van de Bundesbank wel degelijk worden ingegeven door de zwakke conjuncturele situatie. Dat Monatsbericht verscheen één dag voor de laatste renteverlaging. Hierin wordt als eerste gewezen op de aanhoudende recessie. De Bundesbank-economen zien nog geen tekenen van een duurzaam herstel. Zowel het consumenten- als het investeringsklimaat is nog zeer ongunstig. De consumptie heeft te maken met een reële daling van de netto lonen als gevolg van lage loonstijgingen, een hogere inflatie en een stijgende belasting- en premiedruk. De investeringen worden negatief beïnvloed door sterk teruggelopen winsten en lage bezettingsgraden. Enige hoop wordt geput uit de aantrekkelijke buitenlandse vraag. Maar hier liggen nog grote risico's, gezien de moeilijke economische situatie op de belangrijkste afzetmarkten van Duitsland en de verzwakte concurrentiepositie van het Duitse bedrijfsleven. Het Monatsbericht lijkt hiermee tussen de regels door te suggereren dat de Westduitse economie zonder verdere renteverlagingen niet uit het dal zal komen.

Inflatie-ontwikkeling

Als tweede wijst het Monatsbericht op de positieve inflatie-ontwikkeling. Onderliggend bedroeg de inflatie in januari slechts 2,5%, hetgeen dicht in de buurt komt van de doelstelling van 2%. Ook voor de 'headline' inflatie, die nu nog 3,5% bedraagt, houdt de Bundesbank het zeer wel voor mogelijk dat er in de loop van het jaar

Figuur 1. Inflatie en bezettingsgraad in Duitsland



Tabel 1. Gemiddelde maandelijkse daling korte rente in basispunten ...

... na	eerste 6 mnd.	tweede 6 mnd.	derde 6 mnd.	vierde 6 mnd.
Top korte rente				
oktober 1966	-57	-5	-10	+19
mei 1970	-18	-45	+11	-35
augustus 1973	-64	-17	-54	-43
maart 1981	-18	-44	-28	-22
gemiddeld	-39	-28	-20	-20
augustus 1992	-25	-30	-20 ^a	

a. tot op heden.

een twee voor de komma zal verschijnen. Deze gunstige inflatie-ontwikkeling is een gevolg van de lage loonstijgingen, die de inflatie niet te boven gaan, en de hoge produktiviteitsgroei. De loonstijgingen zullen dit jaar om en nabij de twee procent bedragen, terwijl produktiviteitsverbeteringen van rond de 5% zich al voordoen. Het hoeft daarom niet meer te verbazen dat de loonkosten per eenheid produkt al sinds oktober dalen.

De andere punten die de Bundesbank in haar Monatsbericht noemt pleiten niet of nauwelijks voor een renteverlaging. De geldgroei versnelde andermaal in de laatste paar maanden van het jaar. M3 is in december met 8,1% gegroeid ten opzichte van het gemiddelde niveau in het vierde kwartaal van 1992, waardoor M3 ook in 1993 niet aan de doelstelling van de Bundesbank voldeed al wordt direct verwezen naar enkele eenmalige factoren (belastingmaatregelen) die de cijfers vertekenen. De bovenmatige groei in M3 sinds de Duitse eenwording heeft geleid tot de vraag of dit nog wel een betrouwbare leidraad is bij het monetaire beleid. De problemen rondom M3 bevestigden andermaal de wet van Goodhart, die zegt dat wanneer een centrale bank zich concentreert op een specifieke monetaire variabele, zoals inflatie of geldgroei, deze variabele zich dan onmiddellijk begint te misdragen.

Daarnaast is de D-mark sinds de herfst van vorig jaar aanmerkelijk verzwakt. Vooral nog wenst de Bundesbank zich daarover geen zorgen te maken. Men spreekt van een terugkeer naar 'normale verhoudingen'. Angst voor geïmporteerde inflatie lijkt in dit verband voorlopig ook overbodig. In het Verenigd Koninkrijk en in Italië trad geen inflatiedruk

op als gevolg van de forse depreciatie van het Britse pond en de Italiaanse lire. Dalende loonkosten per eenheid produkt en een zwakke economie, ingrediënten die ook in Duitsland voorhanden zijn, lijken voldoende om inflatiegevaar af te wenden.

Von der Bundesbank nichts neues

Al met al kan gesteld worden dat het tempo waarmee de Bundesbank haar officiële rentetarieven naar beneden brengt niet hoger ligt dan bij voorgaande periodes van monetaire ontspanning. Alhoewel de geldgroei en de inflatie in de uitslatingen van de Bundesbankraadsleden nog steeds als doelstellingsvariabelen fungeren, blijkt de Bundesbank in de praktijk – veel meer dan menigeen denkt – te kijken naar reële economische variabelen, zoals de bezettingsgraad, de economische groei en de werkloosheid. Gezien het hardnekkige karakter van de huidige economische recessie in Duitsland, staat de Bundesbank niets in de weg om zeker tot begin 1995 door te gaan met haar politiek van renteverlagingen. Voor de Duitse obligatiemarkt betekent één en ander dat de recente stijging van de lange rente van tijdelijke aard lijkt te zijn. Het vooruitzicht van een langere periode van lage economische groei en een verder dalende korte rente zal de verwachting levend kunnen houden dat de lange rente verder zal dalen.

Marcel Blom

De auteur is werkzaam op de afdeling macro-economie van het Institute for Research and Investment Services, een samenwerkingsverband van Rabobank en Robeco Groep.