



# De hoge rente in Nederland

DRS. R. A. R. VAN DEN BOSCH\*

## Inleiding

De rente in Nederland is in de eerste helft van 1981 tot grote hoogte gestegen. De korte rente is nu ruim 13% voor drie-maands-deposito's, terwijl de lange rente een recordniveau van 12% heeft bereikt. Dit is, gezien de conjuncturele fase waarin onze economie zich bevindt, een ongebruikelijke ontwikkeling. Bovendien is een dergelijk hoog renteniveau schadelijk voor onze economie: de financieringslasten worden voor het bedrijfsleven en de overheid zeer drukkend, terwijl de investeringen die voor een economisch herstel noodzakelijk zijn, hierdoor bepaald niet gestimuleerd worden. In het navolgende zal worden ingegaan op de vraag welke invloed er van het monetaire en budgettaire beleid is uitgegaan op deze rente-ontwikkeling en in hoeverre deze ontwikkeling ons van buitenaf wordt opgedrongen.

## Monetair beleid

Het z.g. „kleine” monetaire beleid van De Nederlandsche Bank (DNB) is primair gericht op het beïnvloeden van de ontwikkelingen op de geldmarkt en de positie van de gulden 1). Ten aanzien van deze twee elementen ligt het accent op het valutabeleid, dat erop gericht is de positie van de gulden veilig te stellen. Een stijging van de koers van de D-mark t.o.v. de gulden betekent dat wij meer

enige is wat volgens de Commissie echt en eerst moet komen, is reëel. Het gevaar dat er na een eventuele Britse oplossing een hele tijd helemaal niets meer gebeurt nog reëler. Vandaar dat de Commissie er goed aan doet voorlopig maar niet te veel met de Raad af te spreken en de tijd te gebruiken om nog deze herfst dat samenhangend pakket op tafel te leggen. Dat was het deel van de opdracht van 30 mei 1980 waar zelfs de Europese Commissie zich aan had kunnen houden.

P. Dankert

voor onze import uit Duitsland moeten gaan betalen, waardoor de inflatie toeneemt. DNB kan zo'n waardedaling van de gulden t.o.v. de D-mark echter tegengaan door de Nederlandse geldmarktrente op een hoger niveau te brengen, waardoor het renteverskil tussen Nederland en West-Duitsland ten gunste van Nederland verandert. DNB is in het kader van het valutabeleid dus niet zo zeer geïnteresseerd in het absolute niveau van de korte rente, maar veeleer in het relatieve niveau ten opzichte van het buitenland, m.n. Duitsland. Dit betekent dat de Nederlandse korte rente, onder invloed van het valutabeleid, zeer gevoelig is voor veranderingen in het niveau van de korte rente in het buitenland en (eventueel in samenhang daarmee) voor veranderingen in de positie van de gulden.

## Instrumenten

Tot de instrumenten die DNB in het kader van het „kleine” monetaire beleid kan hanteren ten einde het rente-écart t.o.v. het buitenland te beïnvloeden, zijn te rekenen: de officiële tarieven, omvang en prijs van het beroep van de banken op de kredietfaciliteiten van de centrale bank, valutaswaps en speciale leningen. Daarbij is van belang dat de geldmarkt in ons land een aanzienlijk structureel tekort vertoont. Dit betekent dat de gezamenlijke banken permanent rood staan bij hun bank, de centrale bank. DNB staat dan ook (binnen zekere grenzen) toe dat de banken een beroep doen op haar kredietfaciliteiten. Dit kan gebeuren door verdiscontering van schatkistpapier, wissels en/of promessen (met een resterende looptijd van minder dan 3 maanden). Daarnaast kunnen de banken ook voorschotten in rekening-courant opnemen bij DNB, waarvoor zij onderpand moeten verstrekken (o.a. schatkistpapier, effecten). Om in hun kastekorten te voorzien maken de banken in de praktijk het meest gebruik van de mogelijkheid voorschotten bij DNB op te nemen. De banken mogen echter niet onbepaald een beroep op de kredietfaciliteiten van DNB doen. De in 1973 ingevoerde contingentsregeling stelt een

grens aan de omvang van het gemiddelde beroep dat een bank tijdens een periode (van meestal 13 weken) op DNB mag doen. De omvang van het contingent van een bank is gerelateerd aan de bedrijfsomvang van die bank. Voor een beroep dat niet uitgaat boven de omvang van het contingent, is een bank één der officiële tarieven verschuldigd: in geval van een voorschot, de z.g. voorschotrente. Het is niet de bedoeling dat het contingent wordt overschreden. Mocht dit desondanks toch voorkomen, dan is een extra rente verschuldigd.

Dit systeem stelt DNB in staat de geldmarkttarieven te beïnvloeden. In situaties waarin het geldmarkttekort niet groter is dan de contingentsomvang (evenwicht), zullen de geldmarkttarieven zich dicht in de buurt van het voorschottarief bewegen. Bij een krappe geldmarkt echter, zullen de banken die in overschrijding dreigen te geraken, steviger gaan bieden op deposito's, waardoor de geldmarktrente boven de officiële tarieven komt te liggen. Maar ook in geval van „evenwicht” op de geldmarkt, kan de rente toch op een hoger niveau liggen. Deze situatie doet zich veelal voor tijdens het begin van een nieuwe contingentsperiode. Daar de contingentsregeling luidt in termen van een gemiddeld beroep over een bepaalde periode, kunnen banken „beroep sparen”, d.w.z. relatief weinig gebruik maken van de beroepsfaciliteit, ten einde later in de beroepsperiode over „extra” ruimte te beschikken waarmee eventuele tegenvallers kunnen worden opgevangen. Deze „contingentsangst” leidt dan tot een grotere vraag naar deposito's en dus tot een hogere rente dan de officiële tarieven indiceren.

DNB kan echter indien zij een dergelijke rentebeweging niet opportuun acht, de geldmarkt tegemoet komen met speciale beleningen of met valutaswaps. Een speciale belening is een extra voorschotfaciliteit met een tijdelijk karakter, die buiten het contingent valt. Een valuta-swap, meestal in dollars, is een contante verkoop (of aankoop) door DNB van dollars, onder beding van wederaankoop (of -verkoop) na een zekere periode. De geldmarktrente wordt zowel door de omvang van de transactie als door de verschuldigde rente erop beïnvloed. DNB kan deze instrumenten ook inzetten in situaties waarin het feitelijke geldmarkttekort uitgaat boven de contingentsomvang en de geldmarktrente t.o.v. het buitenland, valutair gesproken, te hoog dreigt op te lopen. DNB heeft deze instrumenten in de afgelopen maanden veelvuldig moeten hanteren, daar de

\*De auteur is medewerker van het Economisch Bureau van de AMRO Bank. Het artikel is geschreven à titre personnel.

1) Het z.g. „grote” monetaire beleid van DNB is gericht op de beheersing van de liquiditeitscreatie door het bankwezen.

sterke beweging op de internationale valutamarkten niet zonder meer aan de gulden is voorbijgegaan.

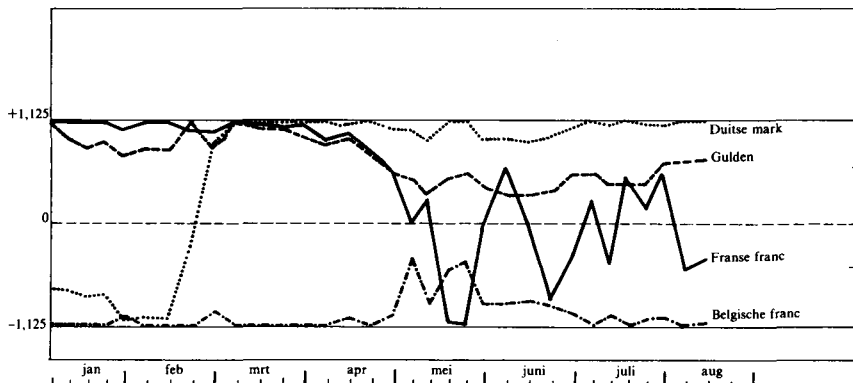
### Valutaire ontwikkelingen

De koers van de dollar is de afgelopen maanden sterk gestegen, met name ten opzichte van de EMS-valuta's. In de eerste week van augustus werd zelfs een niveau van f. 2,86 bereikt! Deze sterke dollarappreciatie heeft verschillende oorzaken. Allereerst is de Amerikaanse rente aanzienlijk hoger dan die in de andere geïndustrialiseerde landen. Daarnaast hebben fundamentele factoren binnen de VS, zoals een relatief sterke betalingsbalans, een afnemend inflatietempo, alsmede de entree van de regering-Reagan, het sentiment ten aanzien van de dollar substantieel gewijzigd. Voorts heeft ook de steun van het Congres voor belastingverlagingen en uitgavenverminderingen de buitenlandse belangstelling voor beleggingen en investeringen in de VS verder vergroot. Hiertegenover staat een gedaald vertrouwen in de D-mark, hetgeen voornamelijk is veroorzaakt door het grote tekort op de Duitse lopende rekening. Ten aanzien van de gulden was de opinie gunstiger, daar onze betalingsbalanspositie beter werd beoordeeld dan de Duitse. Tijdens de eerste twee maanden van dit jaar nam de gulden dan ook een sterke positie in het EMS in, terwijl de D-mark in de onderste regionen vertoefde. Medio februari verhoogde de Duitse centrale bank echter, ter ondersteuning van de D-mark t.o.v. de dollar, het niveau van de geldmarktrente aanzienlijk. De D-mark was daardoor binnen korte tijd weer een van de sterkste EMS-valuta's (zie figuur 1).

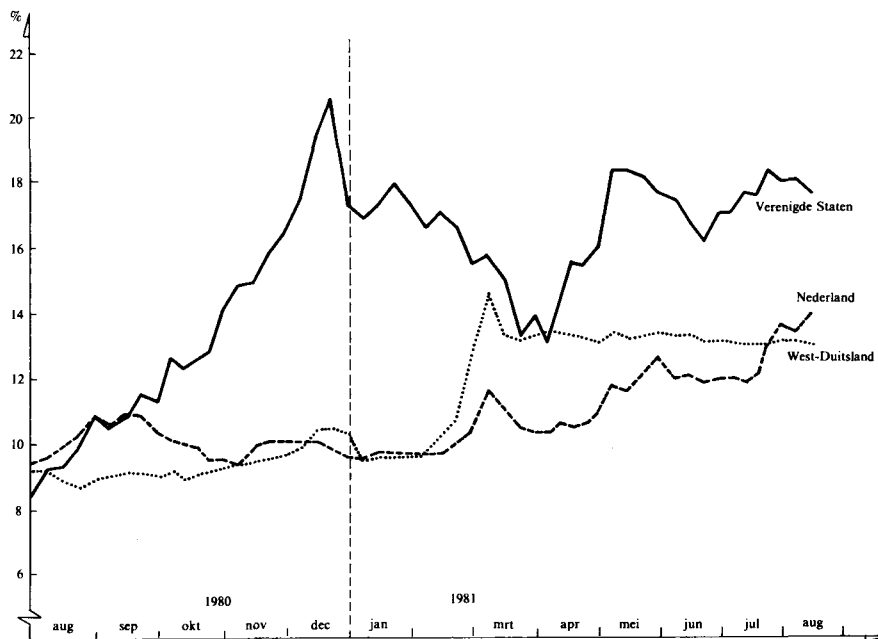
Ons land kon zich niet onttrekken aan de forse rentestijging in Duitsland. De sterke positie van de gulden maakte het DNB echter mogelijk te volstaan met een kleinere renteverhoging dan in Duitsland: met ingang van 3 maart werden de officiële tarieven met 1% verhoogd, waardoor de voorschotrente op 10,5% kwam. DNB begeleidde de rentestijging eind februari, begin maart met behulp van speciale beleningen, die weliswaar geldmarktverruimend waren, maar waarvan de tarieven ruim boven de voorschotrente lagen. Later in maart werd de geldmarkt aanzienlijk verruimd door betalingen van de schatkist aan de bankklanten en DNB behoefde niet te verhinderen dat deze geldmarktverruiming doorwerkte in de geldmarkttarieven daar de positie van de gulden onverminderd sterk bleef. Eind maart waren de drie-maands-depositotarieven zelfs tot iets onder de voorschotrente gedaald. Op dat moment lag de Nederlandse rente ca. 3% onder de Duitse korte rente (zie figuur 2).

Alhoewel in de hierna volgende maanden de rente in de VS weer sterk opliep en de dollarappreciatie zich voortzette,

Figuur 1. Relatieve positie van enkele EMS-valuta's (weekultimo's)



Figuur 2. Geldmarkttarieven, drie-maands-deposito's (weekultimo's)



hield de Duitse centrale bank de rente vrijwel onveranderd. Binnen het EMS bleef de DM de sterkste valuta. In de loop van april en mei verloor de gulden echter enig terrein. DNB zag hierin aanleiding om deviezen te verkopen ter ondersteuning van de guldenkoers, waardoor de geldmarkt met ca. f. 2 mrd. verkrapte. Het geldmarkttekort nam verder toe onder invloed van betalingen aan het rijk en bedroeg 18 mei f. 6,6 mrd. bij een gemiddelde contingentsovervang van f. 3,3 mrd. Gezien het beleid om de positie van de gulden in het EMS te handhaven, verzette DNB zich niet tegen de hieruit voortvloeiende stijging van de geldmarktrente. Men kwam weliswaar de geldmarkt van 21 mei t/m 22 juli te hulp met speciale beleningen, maar de tariefstelling liep op van 10 $\frac{1}{8}$ % tot 11 $\frac{3}{4}$ %. DNB wilde kennelijk geen enkel risico nemen met de positie van de gulden en deze kon zich dan ook ruim boven de middenkoers handhaven. Het

rente-écart met West-Duitsland was inmiddels ingekrompen tot 1%. Eind juli steeg de Nederlandse rente weer boven de (stabiële) Duitse rente; medio augustus was het verschil bijna 1% met de Duitse rente. Ook deze beweging was het gevolg van het gevoerde valutabeleid. Voor de aflopende speciale beleningen kwamen dollarswaps in de plaats met condities die uitkwamen op een rente van ruim 14%. Desondanks was er sprake van een fors beroep op DNB in het kader van het contingent, hetgeen niet verwonderlijk was gezien de omvang van het geldmarkttekort.

Het ontstaan en het weer verdwijnen van een negatief rente-écart t.o.v. Duitsland illustreert duidelijk dat de buitenlandse (Duitse) korte rente niet zonder meer bepalend is voor onze geldmarktrente: de relatieve waardering voor onze munt en het hierop reagerende valutabeleid van DNB hebben een zéér belangrijke invloed.

Ter verklaring van de rentestijging op de kapitaalmarkt kan men natuurlijk wijzen op de sterke stijging van de geldmarktrente, die begin mei weer boven de lange rente kwam te liggen. Een dergelijke omgekeerde rentestructuur leidt er na enige tijd toe dat het aanbod van middelen zich verplaatst van de kapitaalmarkt naar de geldmarkt. Dit is echter niet de belangrijkste factor. Het huidige tekort op de lopende rekening van onze betalingsbalans geeft aan dat er sprake is van een binnenlands spaartekort en dit is ruwweg gelijk aan het financieringstekort van de gezamenlijke binnenlandse sectoren. Hierbij is het financieringstekort van de overheid groter dan het financieringsoverschot van de particuliere sector (incl. geldschepende instellingen). Naarmate deze discrepantie groter is ten nadele van de overheid, is de overheid voor de financiering van haar tekort via de kapitaalmarkt meer aangewezen op aanbod van kapitaalmarkt middelen vanuit het buitenland via de kapitaalrekening van de betalingsbalans. De omvang van een dergelijke toestroming wordt sterk beïnvloed door o.a. de beoordeling van de gulden ten opzichte van andere valuta's en de hoogte van de Nederlandse rente ten opzichte van die in het buitenland. Dit betekent dat onze kapitaalmarktrente reageert op de buitenlandse renten en valuta-ontwikkelingen waardoor vermeden wordt dat de deviezenreserves afnemen. Naarmate het financieringstekort van de overheid echter groter is dan het overschot van de overige binnenlandse sectoren, zal onze lange rente aantrekkelijker moeten zijn voor buitenlanders (het écart moet groter zijn), terwijl ook de positie van de gulden boven twijfel verheven moet zijn. Dit laatste onderstreept tevens de noodzaak van een valutabeleid, gericht op het in stand houden van een sterke gulden.

Op grond van het bovenstaande kan men tevens stellen dat de absolute omvang van het financieringstekort niet eens zozeer bepalend is voor ons renteniveau. Indien onder invloed van conjuncturele en structurele impulsen de financieringsoverschotten van de overige binnenlandse sectoren toenemen, — tot uitdrukking komend in een overschot op de lopende rekening — zal een vergroting van het financieringstekort van de overheid in principe minder consequenties hebben voor de rente. In de actuele situatie van een kwijnend bedrijfsleven ware het echter veel verkieslijker de vergrote speelruimte te benutten voor de hoognodige opleving der bedrijfsinvesteringen en door te gaan met een beleid gericht op structurele terugdringing van het overheidstekort.

Concluderend kan men stellen dat de Nederlandse lange rente sterk wordt beïnvloed door de buitenlandse rente- en valuta-ontwikkelingen, waarbij het rente-



écart t.o.v. het buitenland in hoge mate wordt beïnvloed door het gevoerde binnenlandse budgettaire beleid (zie figuur 3).

#### Rentedaling?

De vraag of de rente in ons land in de nabije toekomst weer kan gaan dalen wordt dus door twee factoren bepaald: de buitenlandse rente- en valuta-ontwikkelingen en het binnenlandse beleid, met name wat betreft de overheidsfinanciën. Ten aanzien van deze elementen is er sprake van grote onzekerheid.

In de VS is een geleidelijke daling van de rente in de rest van dit jaar mogelijk op grond van de dalende inflatie, de conjuncturele terugval en de politieke druk op de Federal Reserve Board. Het beleid van de Federal Reserve Board richt zich echter in hoge mate op de groei van de geldhoeveelheid, die op weekbasis wordt gevolgd. Juist deze cijfers zijn zeer gevoelig voor incidentele verstoringen. Bovendien speelt mee dat het voor Amerikaanse begrippen omvangrijke begrotingstekort tot een groot beroep op de kapitaalmarkt leidt. Per saldo zal de rente slechts beperkt kunnen dalen.

In West-Duitsland zal men deze ontwikkelingen kunnen volgen, indien het sentiment ten aanzien van de D-mark verandert. De ontwikkeling van de Duitse exportorders rechtvaardigt de verwachting dat de Duitse externe positie een verbetering te zien zal geven, waardoor een stabilisatie of mogelijk een lichte verbetering van de D-mark t.o.v. de dollar mogelijk wordt. Maar ook dan zal de rentedaling in Duitsland niet sneller kunnen zijn dan die in de VS, te meer daar de Duitse inflatie onder invloed van de gestegen importprijzen niet snel zal gaan dalen.

Indien een dergelijke rentebeweging zich dit jaar voordoet, zal Nederland deze kunnen volgen, te meer daar het Centraal Planbureau een fors overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans voor 1982 verwacht. Een hernieuwde inkrimping van het renteverval Nederland-Duitsland moet echter onwaarschijnlijk worden geacht, ondanks de gunstige betalingsbalanspositie en de t.o.v. Duitsland niet veel hogere inflatie.

Ten aanzien van de korte rente is het waarschijnlijk dat DNB een sterke positie van de gulden nastreeft, ten einde bij een eventuele algemene aanpassing van de EMS-koersen, de spilkoers van de gulden ten opzichte van de D-mark ongewijzigd te kunnen handhaven. Ook na een eventuele „reshuffle” zal DNB het instrument van de korte rente blijven hanteren ten einde de positie van de gulden t.o.v. de mark veilig te stellen.

Ten aanzien van de lange rente is het evenmin waarschijnlijk dat het renteverval met Duitsland kleiner wordt. Weliswaar heeft het rijk al een zeer groot deel van het financieringstekort op de kapitaalmarkt gedekt, maar hier staat tegenover dat het aanbod van middelen geremd wordt door de hoge rente op de geldmarkt en in het buitenland. Ook de langdurige kabinetsformatie en de stevige kritiek van DNB en het Centraal Planbureau op de sociaal-economische paragraaf uit het concept-regeringsprogramma zullen de beleggers zeker niet stimuleren tot extra enthousiasme.

Zowel de korte als de lange rente zal daarom naar alle waarschijnlijkheid de rest van het jaar hoog blijven. Er is hoogstens een lichte rentedaling te verwachten, in lijn met de Amerikaanse en Duitse rente.

R. A. R. van den Bosch