

De rente en het monetaire beleid

DRS. C. VAN DER POT*

Inleiding

In het eerste halfjaar van 1983 vertoonde de geld- en kapitaalmarkt in Nederland grote veranderingen. Na een langdurige periode van rentedaling, die circa anderhalf jaar had geduurd, sloeg de rentebeweging in maart 1983 om in een vrij forse stijging. Deze rentestijging deed zich zowel voor op de geldmarkt als op de kapitaalmarkt.

Eind april werden de banken door de rentestijging op de geldmarkt gedwongen om voor het eerst sinds ruim een jaar weer een extra opslag van 0,5% in te voeren voor kredieten in rekening-courant. Begin mei verhoogde De Nederlandsche Bank haar officiële tarieven met 1% na successieve verlagingen. Vervolgens verhoogden de banken de extra opslagrente nog eens met 0,5% tot 1%.

Ook op de kapitaalmarkt sloeg de rentebeweging om. Kon de Staat in januari nog een recordbedrag van f. 5 mrd. lenen tegen een effectieve rente van 7,39%, in mei bedroeg de opbrengst slechts een schamele f. 1.100 mln. tegen een effectieve rente van 8,50%. De Staat kon de opbrengst van de obligatieleningen pas (aanmerkelijk) vergroten door in juni opnieuw een hogere coupon (9,5%) aan te bieden, waarbij tevens de voorwaarden van de lening werden verbeterd.

Zo is zowel de geldmarkt- als de kapitaalmarktrente in goed drie maanden met ruim 2 procentpunten opgelopen, hetgeen het bedrijfsleven volgens de president van De Nederlandsche Bank op termijn ruim f. 3 mrd. per jaar kan gaan kosten 1). Hoewel de rentestijging niet geheel door binnenlandse factoren is veroorzaakt, wordt

voor de beoogde verbetering van de concurrentiepositie van het exporterende bedrijfsleven door de devaluatie van de gulden ten opzichte van de Duitse mark met 2% nu echter wel een zeer forse rekening aan het bedrijfsleven (en ook aan de overheid) gepresenteerd.

In dit artikel wordt een poging gedaan om de oorzaken van deze vrij onverwachte rentestijging te verklaren waarbij tevens wordt getracht aan te geven of deze rentestijging had kunnen worden voorkomen.

Rentebepalende factoren

De ontwikkeling van de rente op zowel de geldmarkt als de kapitaalmarkt is het resultaat van een groot aantal economische factoren.

De belangrijkste factor voor de rente is het gevoerde monetaire beleid. Het monetaire beleid kan direct aangrijpen op de rente, of de rente kan een resultante zijn van het monetaire beleid. Met andere woorden de rente kan een doelvariabele van de monetaire politiek zijn dan wel slechts een bijproduct. Het voeren van een rentepolitiek kan voornamelijk gebaseerd zijn op valutaire overwegingen. Het rentebeleid staat in dit geval ten dienste van een politiek die gericht op het in stand houden van bepaalde wisselkoersverhoudingen. Deze vorm van monetaire politiek wordt o.a. door Nederland en West-Duitsland ge-

* De auteur is medewerker van het Economisch Bureau van de Amro Bank. Het artikel is op persoonlijke titel geschreven.

1) DNB, *Verslag over het jaar 1982*, blz. 21.

voerd in het kader van het EMS. De VS voeren geen rentepolitiek uit hoofde van valutaire overwegingen. Door het manipuleren van de rente wordt gepoogd de positie van de verschillende valuta's ten opzichte van elkaar op een bepaald gewenst niveau te brengen. Het aldus gevoerde beleid beïnvloedt primair de korte rente. Daarnaast is het monetaire beleid gericht op het bereiken en/of in stand houden van bepaalde liquiditeitsverhoudingen. Het doel van deze politiek is het beheersen van de inflatie. Bij deze vorm van monetaire politiek is de uitkomst van de rente van secundair belang.

Naast de monetaire politiek wordt de rente beïnvloed door een veelheid van andere factoren. Deze factoren zijn te splitsen in enerzijds fundamentele factoren en anderzijds incidentele factoren 2).

De fundamentele factoren werken langdurig in op de rente. Voorbeelden hiervan zijn de positie van de lopende rekening, de ruimte op de kapitaalmarkt en de hoogte van het financieringsstekort. De invloed van deze factoren op de korte rente en op

de lange rente is niet altijd gelijk. Een verbetering van de valutaire positie bij voorbeeld werkt sterker door in de korte rente dan in de lange rente.

De incidentele factoren beïnvloeden de rente van dag tot dag. Hun uitwerking duurt meestal niet langer dan enkele dagen of weken. Daar financiële markten zeer gevoelig zijn voor verandering in sentimenten kunnen deze incidentele factoren grote veranderingen in de rente teweegbrengen. Indien bij voorbeeld de heer Kaufman een rentedaling in de VS voorspelt, beïnvloedt dit de rente ook meestal vrij sterk 3). Voor de dagelijkse rentevorming zijn deze incidentele factoren van overheersend belang en zij kunnen de fundamentele factoren volkomen versluieren.

De genoemde factoren werken dikwijls tegen elkaar in, zodat de uitkomst van het proces, bij voorbeeld rentedaling, in tegenspraak kan zijn met de aanvankelijk verwachte ontwikkeling, bij voorbeeld rentestijging als gevolg van een groeiend financieringsstekort. Het is dan ook zeer moeilijk

om de hoogte van de rente op termijn te voorspellen. Daar komt nog bij dat op het moment waarop zich een incident voordoet het dikwijls zeer moeilijk te voorspellen is hoe lang dit incident zal doorwerken. De meeste voorspellingen van de rente zijn dan ook kwalitatief en spreken zich meestal uitsluitend uit over de richting waarin de rente (behoudens incidenten!) gaat.

De rentebepalende factoren in de praktijk

In het navolgende zal worden getracht het verloop van zowel de geldmarkt- als de kapitaalmarktrente in 1982 en de eerste helft van 1983 voor Nederland, West-Duitsland en de Verenigde Staten te verklaren aan de hand van de genoemde factoren. Het accent zal liggen op 1983 en dan met name op de rente-ontwikkeling in Nederland. In figuur 1 en 2 is het verloop weergegeven van respectievelijk de geldmarkt- en de kapitaalmarktrente in de drie genoemde landen.

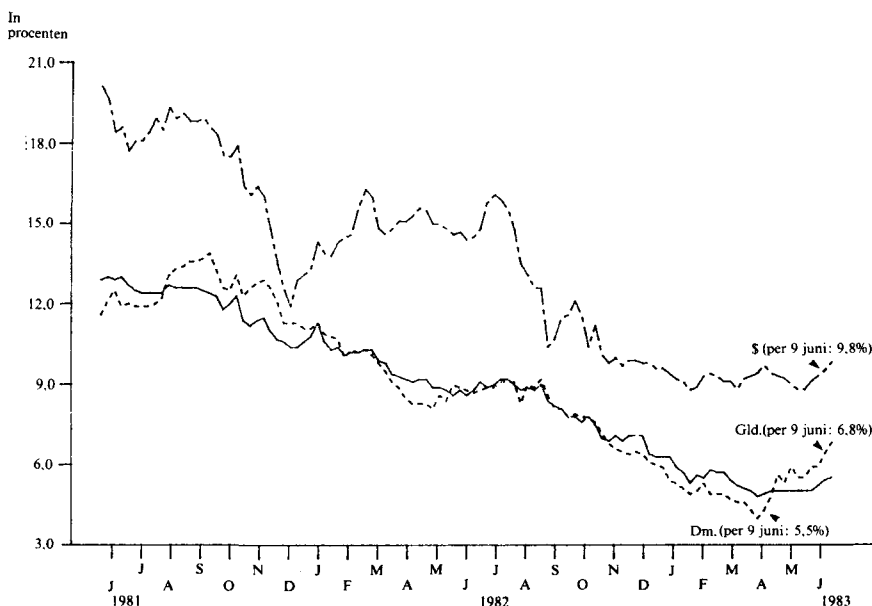
1982

Bij figuur 1 is een tweetal opmerkingen te plaatsen.

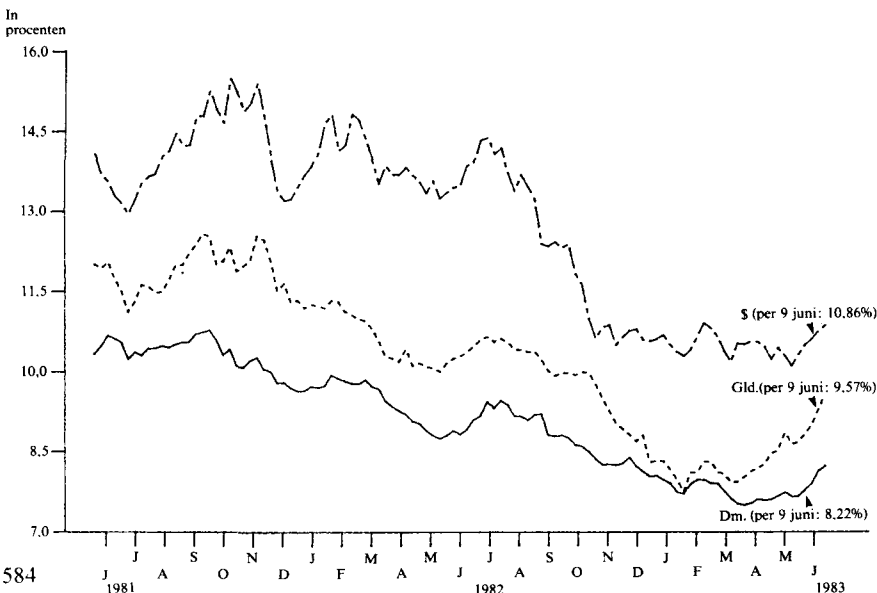
Ten eerste is het verloop van de korte rente in de VS enerzijds en Nederland en West-Duitsland anderzijds niet parallel. Met name in het begin van 1982 loopt de geldmarktrente in de VS scherp op, terwijl de rente in Nederland en West-Duitsland gestaag verder daalt. Van juli tot september daalt de rente in de VS scherp zonder dat door deze daling de rentetarieven in de andere twee landen noemenswaardig veranderen.

Oorzaak van deze divergentie is de gevoerde monetaire politiek. In 1982 loopt het rentebeleid in de VS enerzijds en in Nederland en West-Duitsland anderzijds wijd uiteen. De FED voerde een krapgeldpolitiek ter bestrijding van de inflatie. Nadat begin 1982 het beleid was verscherpt daalde de inflatie in de VS vrij snel. Toen de rente niet snel genoeg terugliep kwam de FED onder toenemende druk te staan om het beleid te versoepelen. In de loop van 1982 werd het beleid versoepeld, waarna de korte rente in de VS snel daalde. Hoge geldgroei veroorzaakte evenwel een grote mate van onzekerheid in de markt, hetgeen nog eens werd versterkt door tegenstrijdige uitspraken van de zijde van de FED. De onzekerheden komen tot uitdrukking in het grilliger verloop in de grafiek van korte rente in de VS. Nederland en West-Duitsland voerden een beleid gericht op rentedaling. Het vertrouwen dat dit beleid zoveel mogelijk zou worden doorge-

Figuur 1. Eurorente, weekultimo's van juni 1981 tot juni 1983



Figuur 2. Kapitaalmarktrente langlopende overheidsobligaties, weekultimo's van juni 1981 tot juni 1983



2) In dit artikel wordt slechts globaal ingegaan op de effecten van bepaalde veranderingen in de genoemde factoren voor het verloop van de rente. Over zowel de absolute hoogte van of de mate van verandering in de rente kan slechts in kwalitatieve termen worden gesproken. De hierboven genoemde factoren zijn zeker niet uitputtend.

3) De laatste tijd schijnt de invloed van de heer Kaufman enigszins af te nemen. Zijn lange-termijnvoorspellingen komen dikwijls niet uit en „de markt” blijkt dit nu ook in te zien.

voerd, deed veel optredende incidenten teniet. Het ontstane renteververschil met de VS kwam goeddeels tot uitdrukking in de wisselkoers ten opzichte van de dollar, welke in Amsterdam opliep van circa f. 2,50 per ultimo 1981 tot circa f. 2,80 in november 1982.

Ten tweede verloopt de korte rente in Nederland en West-Duitsland min of meer parallel, zij het dat de Nederlandse korte rente gedurende een aantal maanden onder de Duitse korte rente lag. Met name de laatste paar maanden van het jaar daalde de korte rente in Nederland sneller dan in West-Duitsland. Hoewel het monetaire beleid van Nederland en West-Duitsland niet veel van elkaar afweek, is dit renteververschil waarschijnlijk te verklaren uit de relatief sterke positie van de gulden in het EMS als gevolg van de gunstige ontwikkeling van de lopende rekening van Nederland en een lagere inflatie.

Bij de kapitaalmarktrente (zie figuur 2) is een soortgelijke beweging te zien als bij de geldmarktrente. De constatering en de conclusie die in het geval van de geldmarktrente getrokken zijn, doen dan ook bij de kapitaalmarkt opgeld. Een opvallend verschil tussen beide rentegrafiëken is dat in figuur 1 de Nederlandse en de West-Duitse rente bijna aan elkaar gelijk zijn, waar in figuur 2 er een duidelijk niveauverschil bestaat tussen Nederland en West-Duitsland. Tevens valt het op dat in alle drie de landen in 1982 een vrij omvangrijke daling van de kapitaalmarktrente is opgetreden, ondanks een sterk stijgend financieringstekort van de overheid in Nederland en in de VS, en een licht stijgend tekort in West-Duitsland. De trendmatig dalende inflatie, alsmede de als gevolg van het zeer zwakke verloop van de conjunctuur weggevallen kapitaalmarktvaart van uit het bedrijfsleven, waren hier de oorzaak van.

1983

In de eerste helft van 1983 bleven de onderliggende economische factoren in de verschillende economieën wat betreft de rente gelijk aan die in 1982.

Zo liep de inflatie verder terug en bereikte een zeer laag niveau. De vraag naar bankkrediet (zowel kort als lang) vanuit de private sector bleef gering, zodat ook vanuit deze hoek niet hoefde te worden gevreesd voor het oplopen van de rente. Daarnaast verbeterde de lopende rekening van West-Duitsland en bleef de lopende rekening van Nederland overschotten vertonen, terwijl de lopende rekening van de VS tekorten ging vertonen. Deze uiteenlopende saldi op de lopende rekening maakten het aannemelijk dat Nederland en West-Duitsland wat betreft het rentebeleid zich nog meer dan in 1982 los zouden kunnen maken van de rente-ontwikkeling in de VS. Het toenemende tekort op de lopende rekening van de VS zou theoretisch gezien de dollar onder druk kunnen zetten, hetgeen Nederland en West-Duitsland in staat zou stellen de aldus ontstane ruimte te gebruiken om de rente op de geldmarkt verder te verlagen. Daarnaast zouden er additionele

middelen beschikbaar kunnen komen op de kapitaalmarkt vanuit de hoek van de internationale beleggers als gevolg van het toenemende valutarisico dat verbonden is aan het aanhouden van vermogenstitels luidend in dollars. Als enige belangrijke remmende factor voor de rentedaling bleef over, het verder oplopend financieringstekort van de overheid in Nederland en de VS.

Op grond van deze overwegingen leek een verdere daling van de rente dan ook waarschijnlijk. In de eerste drie maanden van het jaar trad deze daling in Nederland en West-Duitsland, met name op de geldmarkt, ook op. Een dieptepunt werd eind maart bereikt.

Vanaf eind februari trad er een versneling van de rentedaling op mede onder invloed van een aantal incidentele factoren. Als eerste is te noemen, de algemeen verwachte koersaanpassing binnen het EMS na de verkiezingen in Frankrijk en West-Duitsland. Daarnaast werd het steeds duidelijker dat de zittende Duitse regeringscombinatie de verkiezingen zou gaan winnen. Deze twee factoren veroorzaakten een speculatiegolf tegen de Franse frank en ten gunste van de Duitse mark en de gulden, hetgeen gepaard ging met omvangrijke geldmarktverruimende valuta-interventies in Nederland en Duitsland. Het gevolg was dat de korte rente hier zeer snel daalde ondanks het feit dat de rente in de VS niet of nauwelijks verandering onderging.

In de VS gaf de rente zowel op de geldmarkt als op de kapitaalmarkt in deze maanden per saldo nauwelijks enige verandering te zien. Voortdurende hoge geldgroei cijfers alsmede een stijgend overheidsstekort versterkten de vrees dat de FED marktverkrappend zou gaan ingrijpen. Ook in 1983 zijn de fluctuaties in de rente in de VS veel groter dan in Europa. Het wekelijks publiceren van geldgroei cijfers met de daaruit voortvloeiende onzekerheden is hier de voornaamste oorzaak van, ondanks het feit dat de FED expliciet aangegeven heeft minder belang te hechten aan de wekelijkse geldgroei.

Opmerkelijk is vervolgens het feit dat zowel de korte als de lange rente begin 1983 in Nederland sneller daalde dan in West-Duitsland. Medio januari was de rente op de Nederlandse kapitaalmarkt bijna gelijk aan die in West-Duitsland. De rente op de geldmarkt lag zelfs geruime tijd onder de Duitse rente hetgeen waarschijnlijk het gevolg was van een iets actiever beleid van DNB ten aanzien van de korte rente. Van iedere valutarie ruimte van de gulden ten opzichte van de Duitse mark werd gebruik gemaakt om de korte rente in Nederland te verlagen, terwijl de Duitse Bundesbank toch iets meer de dollar/mark-verhouding in haar overwegingen meenam. Medio maart waren de vooruitzichten voor de rente-ontwikkeling in Nederland dan ook onverdeeld gunstig. De gulden was sterk binnen het EMS en alle andere vooruitzichten (inflatie e.d.) waren gunstig. Toch is de rente momenteel aanmerkelijk hoger dan drie maanden geleden.

Eind maart bleek dat de spanning in het EMS zover was opgelopen dat aan een her-

ziening van de spilkoersen niet te ontkomen was. Gezien de toenmalige onderlinge koers tussen de mark en de gulden (beiden tegen de bovenste interventiepunt in het EMS) en het geringe onderlinge inflatieverschil werd algemeen verwacht dat de spilkoers tussen de mark en de gulden niet zou worden gewijzigd. Tot grote verrassing van de verschillende geld- en valutamarkten werd de gulden met 2% ten opzichte van de Duitse mark gedevalueerd. Deze devaluatie van de gulden heeft ernstige gevolgen gehad voor de rente. Op de internationale valutamarkten heeft de gulden flink aan kracht verloren. De na iedere herschikking optredende teruggaaiing van valutaposities drukte de gulden vervolgens nog eens verder terug, waardoor DNB gedwongen werd om contant marktverkrappend te interveniëren. In anticipatie op de „reshuffle” wordt in het algemeen positie aangehouden in de valuta waarvan verwacht wordt dat deze zal revalueren. Na de herschikking gaat men in het algemeen weer terug naar de oorspronkelijke valuta en incasseert men de koerswinst. Daarenboven is het risico van een spoedige nieuwe „reshuffle” gering, waardoor valuta's met een hoge nominale rente, zoals de Franse frank, aan aantrekkelijkheid winnen. Het gevolg van dit teruggaaien is een tijdelijke zwakke positie van de gerevalueerde munten. Blijkens het persbericht van het Ministerie van Financiën 4) bedroeg de omvang van de interventies na de herschikking circa f. 3,3 mrd.

De deviezenafvloeiing bleek na de laatste koersaanpassing echter veel omvangrijker en hardnekkiger dan in het verleden gebruikelijk was. De deviezenafvloeiing kwam pas tot staan nadat de rente op de geldmarkt met circa 2 procentpunten was opgelopen. Ook in West-Duitsland ontstond druk op de valuta, maar de rente steeg daar niet of nauwelijks. Dit komt tot uitdrukking in het renteververschil tussen Nederland en West-Duitsland. Lag de euro-rente op gulden vlak voor de koersaanpassing nog 0,8% onder de DM-euro-rente, per 9 juni lag de gulden-euro-rente 1,3% boven de Duitse.

Op de kapitaalmarkt trad een soortgelijke reactie op. De afhankelijkheid van de Staat van buitenlandse beleggers voor de inschrijving op nieuwe staatsleningen kwam pijnlijk tot uitdrukking toen begin mei een lening mislukte. De steeds grotere kans op rentestijging als gevolg van het stijgende financieringstekort deed ook de binnenlandse beleggers ertoe besluiten om hun kruit droog te houden. De onzekerheid en dus ook de rentestijging werd vervolgens nog eens versterkt door de mededeling van de Minister van Financiën dat de mogelijkheid aanwezig was dat het financieringstekort niet geheel op de kapitaalmarkt zou kunnen worden gedekt en dat hij de mogelijkheid tot monetaire financiering niet uitsloot.

Inmiddels lijkt er een stabilisatie van de rente te zijn opgetreden. De onlangs uitgegeven staatslening bracht een recordbedrag

4) Persbericht Financiën, nr. X 179.

op (f. 8,5 mrd). De prijs in termen van de rente was er dan ook naar. Immers, het emissierendement lag ca. 1,25% boven de kapitaalmarktrente in West-Duitsland. Bij dit renteverskil en de gunstige berichten met betrekking tot de lopende rekening van Nederland in het eerste kwartaal bleek het weer mogelijk om buitenlandse belangstelling voor guldenobligaties op te wekken, terwijl ook de binnenlandse beleggers weer interesse vertoonden.

De onlangs opgetreden rentestijging wordt dikwijls ook geweten aan de ontwikkelingen in de VS en West-Duitsland. Zoals in het voorgaande aangegeven, is een groot deel van de rentestijging in Nederland echter te verklaren uit binnenlandse factoren. De licht stijgende tendens van de rente in Duitsland is te verklaren uit twee oorzaken:

- de stijging van de rente in de VS, die het gevolg is van de hoge groei van de geldhoeveelheid en de vrees voor blijvend hoge begrotingstekorten;
- het beleid van de Franse centrale bank

om na de devaluatie van de Franse frank de rente hoog te houden ten einde de deviezenreserves aan te kunnen vullen, die als gevolg van het tekort op de betalingsbalans en van de speculatie tegen de frank meer dan uitgeput waren.

Conclusie

De rente op de geld- en kapitaalmarkt in Nederland, West-Duitsland en de VS is al geruime tijd neerwaarts gericht. Als gevolg van incidentele afwijkingen kan de rentebeweging veelvuldig omslaan. Het in de VS gevoerde monetaire en budgettaire beleid heeft veel onzekerheid teweeggebracht, waardoor het verloop van zowel de korte als de lange rente een grillig karakter vertoont.

De onlangs in Nederland opgetreden rentestijging is evenwel primair het gevolg van binnenlandse factoren. Een stijgend financieringstekort, (onterechte) twijfels over de mogelijkheden tot kapitaalmarkt-

dekking van dat tekort, alsmede de devaluatie van de gulden ten opzichte van de Duitse mark hebben de rente op een hoger niveau gebracht.

De ontstane renteverskillen met West-Duitsland op de geld- en kapitaalmarkt lijken thans echter zodanig te zijn dat voor een verdere stijging niet hoeft te worden gevreesd. De recordopbrengst van de laatste staatslening en de langzamerhand verbeterde positie van de gulden binnen het EMS maken het aannemelijk dat het renteverskil met West-Duitsland weer iets kan teruglopen. Daarnaast loopt thans de rente internationaal gezien weer iets terug, zodat de rente op de Nederlandse geld- en kapitaalmarkt verder kan dalen. Hoewel de rentestijging zo bezien voor een deel een tijdelijk fenomeen is geweest, houdt deze wel een waarschuwing in ten aanzien van het in de toekomst te voeren wisselkoersbeleid.

C. van der Pot