

# De ruimte voor rentedaling

## Geldmarktrente, wisselkoers en EMS

De rentedaling van de afgelopen jaren is in de tweede helft van 1986 onderbroken. Dat is teleurstellend. Internationaal verlicht rentedaling het schuldenprobleem. Bij een uitstaande schuld van de vijftien grootste debiteuren van \$ 430 mrd. betekent 1% rentedaling al bijna de helft van het streefbedrag van het z.g. Baker-initiatief (\$ 30 mrd. aan nieuw geld in drie jaar). Nationaal is de verlichting van de rentelasten voor het bedrijfsleven, voortvloeiend uit 1% rentedaling, berekend op f. 1,5 à 2,5 mrd. De achtergronden van de stagnerende rentedaling worden in dit artikel belicht, evenals de randvoorwaarden en beleidsmogelijkheden voor voortgezette rentedaling.

**DRS. A. SZÁSZ\***

### Het Duitse beleid

In Nederland wordt beseft dat de rente-ontwikkeling hier sterk afhangt van die in het buitenland, in het bijzonder in de Bondsrepubliek Duitsland. Regelmatig hebben politici en oud-politici de Duitse autoriteiten dan ook via de media gemaand de rente te verlagen. Die kregen dat advies van meer kanten. Zij wezen dat in de in 1986 geldende omstandigheden echter om een aantal redenen af:

- de Duitse geldgroei bedroeg in 1986 rond 8%, tegen een doelstelling van 3½ tot 5½%. Hoewel ook de Duitse monetaire autoriteiten het gevaar van een oplevende inflatie op korte termijn gering achten, maken zij zich zorgen over de gevolgen van de aldus opgebouwde liquiditeit van bedrijven en huishoudingen op langere termijn 1). Een verdere monetaire verruiming achten zij dan ook ongewenst;
- ook zetten zij een vraagteken bij de mogelijkheid door verdere verruiming de rente te drukken. Voor zover verruiming in de huidige situatie, d.w.z. bij een excessieve geldgroei, de geloofwaardigheid van het monetaire beleid zou aantasten zou het effect op de rente naar hun oordeel wel eens averechts kunnen zijn;
- ten slotte betwijfelen zij voorsnog de conjuncturele noodzaak van stimulerende maatregelen op welk terrein dan ook. De groei van het reële bruto nationale product (bnp) wordt zowel voor 1986 als 1987 geraamd in de orde van 2½ tot 3%, die van de binnenlandse vraag zelfs op ruim 4% 2).

Een veel gebruikt argument voor Duitse renteverlaging is de hoge reële rente. Van Duitse kant wordt daarop geantwoord dat reële rente een te vaag begrip is om het beleid op te baseren. Immers, moet men de rente defleren met de prijzen van het verleden of met de verwachte prijsontwikkeling? En welke prijsindex is relevant? Neemt men niet de consumtieprijzen (die in 1986 met ¾% zijn gedaald), maar de impliciete prijsdeflator van het bnp, die met 3% is gestegen (doordat deze niet de sterke verbetering van de ruilvoet weerspiegelt), dan komt men helemaal niet tot zo een hoge reële rente.

De Duitsers zijn in het verleden gewend geraakt aan aandring tot expansieve maatregelen van de kant van lan-

den die een lagere prioriteit geven aan beheersing van overheidsfinanciën en geldgroei dan zij. Dat verzwakt de argumentatie van diegenen die wel begrip voor de Duitse prioriteiten hebben, maar menen dat die op andere wijze wellicht beter en met meer internationale consistentie kunnen worden verwezenlijkt. Immers, ziet men naar de oorzaken van de Duitse geldgroei, dan vindt men er maar één: liquiditeitstoevoer uit het buitenland (met name uit hoofde van lopend verkeer, niet gecompenseerd door kapitaaluitvoer).

Het zou een gerechtvaardigd punt van discussie kunnen zijn, ook in Duitse ogen, of een lagere rente niet had kunnen leiden tot een geringere netto liquiditeitstoevoer uit het buitenland, zodat ondanks een sterkere binnenlandse liquiditeitscreatie de verruiming per saldo niet groter had hoeven te zijn. Het monetaire resultaat van een lagere rente was voor Duitsland niet ongunstiger geweest dan nu (tegen het conjuncturele effect van een lagere rente was het bezwaar niet zozeer gericht; zo groot was de economische groei ook weer niet).

Voor het EMS zou het resultaat veel gunstiger zijn geweest, en er is een goede kans dat de valutaire spanningen niet zo zouden zijn opgelopen dat een wisselkoersaanpassing in januari 1987 onvermijdelijk werd. Dat veronderstelt wel dat de andere EMS-landen die rentedaling niet prompt volledig hadden nagevolgd. Het gesprek had derhalve niet alleen moeten gaan over de Duitse rente, maar ook over de rentever verschillen die nodig zijn om het EMS goed te doen functioneren. Maar daar ging het de andere EMS-landen niet om. Het ging hun niet om een gecoördineerd rentebeleid maar om een 'gecoördineerde renteverlaging': de Duitse rente moest omlaag om overal renteverlaging mogelijk te maken.

Na de recente wisselkoersaanpassing werden de Duitse rentetarieven ten slotte alsnog verlaagd. Blijkens de toe-

\* De auteur is directeur van De Nederlandsche Bank NV.

1) *Monatsberichte der Deutschen Bundesbank für Dezember 1986.*

2) OECD, *Economic Outlook*, nr. 40, december 1986. De Sachverständigenrat verwacht in zijn *Jahresgutachten 1986/87* geringere jaargemiddelden, die een vertraging in de tweede helft van 1986 weerspiegelen maar een versnelling in de loop van 1987.

lichting van Bundesbank-president Pöhl had dit tot doel de renteversillen in het EMS en met de VS te vergroten 3).

## Geldmarktrente en wisselkoers in Nederland

De afhankelijkheid van de Duitse rente neemt niet weg dat het verschil tussen de Nederlandse en de Duitse geldmarktrente in de loop van de tijd vrij sterk heeft gefluctueerd. Figuur 1 geeft het ecart weer in de driemaands Eurorentes in de jaren 1981 – 1986, in welke periode Nederland – na enkele jaren met tekorten – weer grote overschotten had op de lopende rekening van de betalingsbalans. In de jaren 1981 en 1982 was het ecart gemiddeld negatief, d.w.z. de Nederlandse rente lag gemiddeld iets onder de Duitse; in 1982 lag de Nederlandse rente soms bijna een punt lager. In de daarop volgende periode liep het ecart op en werd positief; in 1985 en 1986 was het gemiddeld zelfs meer dan een punt. Ook bij hen die aanvaarden dat de Nederlandse rente niet te sterk van de Duitse kan afwijken, kan deze ontwikkeling een 'bandbreedte' suggereren in de orde van wellicht 2% waarin de Nederlandsche Bank tot op zekere hoogte 'autonoom' de rente kan vaststellen. Waarom houdt zij die dan niet aan de onderkant? Het huidige kleine rente-ecart op de kapitaalmarkt, kleiner dan gedurende de afgelopen tien jaar het geval was, wordt soms wel gezien als aanwijzing dat het huidige grote ecart bij de geldmarktrente evenmin nodig is. Dat dit toch niet leidt tot een stijging van de wisselkoers wordt dan toegeschreven aan psychologische factoren als gewenning door de markt of als reactie op wat de markt zou zien als teken van zwakte.

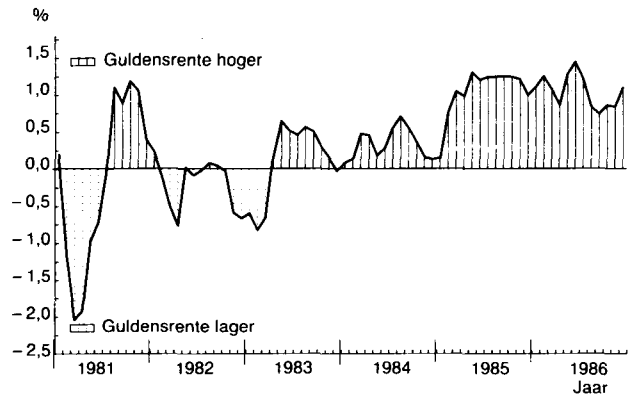
Er is dan ook aanleiding nader in te gaan op de wisselende factoren die de verhouding tussen het rente-ecart met Duitsland op de geldmarkt en de wisselkoers gulden-markt bepalen. Ziet men naar de figuren 1 en 2, dan valt op dat de Bank in de loop van 1982 de rente herhaaldelijk kon verlagen tot onder het Duitse peil terwijl de gulden met name in de tweede helft van het jaar toch steeds boven de middenkoers met de mark bleef. Zowel politieke als economische factoren droegen bij tot deze sterke positie van de gulden. Tot de eerste behoorde onzekerheid en zorg over de uitslag van de naderende Duitse verkiezingen (begin 1983). Tot de laatste omvangrijke overschotten op de lopende rekening van de Nederlandse betalingsbalans, in tegenstelling tot Duitsland.

De Bank heeft deze situatie maximaal benut door een actief beleid dat op renteverlaging was gericht en soms op renteverhoging door de Bundesbank vooruit liep. Van wezenlijk belang was dat daarbij niet de indruk in de markt ontstond dat de Bank aan renteverlaging voorrang gaf boven handhaving van de wisselkoers. De prioriteit voor de wisselkoers in het beleid werd niet in twijfel getrokken.

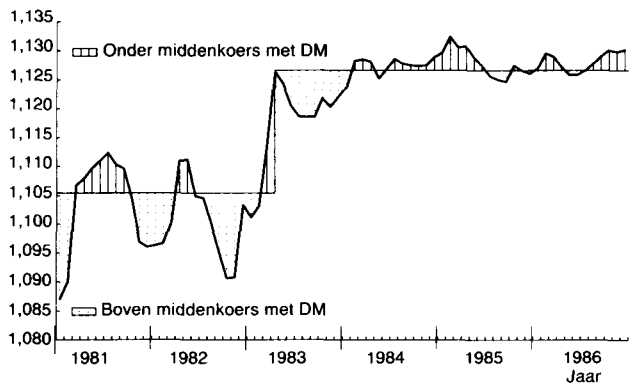
Na de herstructurering van wisselkoersen in het EMS in maart 1983, waarbij de gulden ten opzichte van de mark werd gedevalueerd, ontstond een nieuwe situatie. Deze werd eerst geleidelijk zichtbaar. Aanvankelijk moest de Bank de geldmarktrente vrij sterk laten oplopen. Het deviezenverlies dat zoals gebruikelijk volgde op de spilkoersaanpassing, werd daarmee gestopt. Gedurende de rest van het jaar lag de gulden weer boven de middenkoers met de mark, ook toen beide valuta's in de zomer weer in de bovenste helft van de EMS-band terecht kwamen. Het rente-ecart liep daarop terug en werd gedurende korte tijd zelfs negatief. Maar anders dan een jaar eerder kwam dit tot uitdrukking in een verzwakking van de guldenkoers, die nu onder de middenkoers met de mark kwam te liggen. Deze periode werd gekenmerkt door een sterke stijging van de dollarkoers ten opzichte van de Europese valuta's. Onder invloed daarvan en van de relatief lage rente in Duitsland en Nederland zakten mark en gulden beide naar de onderkant van de EMS-band.

De gevolgen van het minimale rente-ecart bleken toen de mark-koers begin 1985 een krachtig herstel vertoonde in de EMS-band, terwijl de gulden verder wegzakte en

Figuur 1. Rente-ecart tussen Nederland en Duitsland, 3-maands Eurorente



Figuur 2. Ontwikkeling van de DM/guldenkoers, in gulden



gesteund moest worden. Dit maakte een scherpe rentestijging noodzakelijk, waarop de wisselkoers echter slechts met aanzienlijke vertraging reageerde. Het duurde tot de maand juni voordat de koers van de gulden op de valutamarkt tot een meer bevredigend niveau was gekomen. Het rente-ecart was inmiddels opgelopen tot boven 1% en schommelde gedurende de rest van het jaar tussen 1 en 1½%. Daardoor kwam de gulden weer boven de middenkoers met de mark, een situatie die de Bank in staat stelde om in het derde kwartaal de eerdere deviezenafgifte en geldmarktverkrapping ongedaan te maken en de rente geleidelijk te verlagen, parallel aan de Duitse.

Het rente-ecart fluctueerde in 1986 rond 1%. Toen na de wisselkoersaanpassing waartoe werd besloten in Ootmarsum een vermindering werd toegelaten, trad – daar beide valuta's zich toen laag in de EMS-band bevonden – reeds spoedig omvangrijke deviezenafgifte op, die eerst door rentestijging kon worden gestopt.

## Het rente-ecart op de geldmarkt

Na de eerste maanden van 1983 heeft een negatief rente-ecart met Duitsland zich nauwelijks meer voorgedaan, en een vermindering van het ecart kwam steeds tot uitdrukking in een verzwakking van de koers. Politieke en economische factoren vestigden in de markt de indruk dat bij toekomstige spilkoerswijzigingen de gulden op zijn best met de mark zou meegaan en daar wellicht weer bij zou achterblijven. De Duitse rente werd daardoor een vloer waar onze rente wel boven kon liggen maar niet onder.

3) Niet met Nederland, dat de tariefsverlaging volledig volgde zij het om technische redenen niet met het disconto maar met de tarieven die onder de huidige omstandigheden de geldmarktrente het meest rechtstreeks beïnvloeden.

De gulden lag in deze jaren nu eens boven de middenkoers met de mark, dan weer daaronder. Het rentever-schil, nodig om de koers op de middenkoers te houden, liep op en lag duidelijk hoger dan in het begin van de jaren tachtig. Verschillende redenen kunnen daarvoor worden aangevoerd:

- het overschot op lopende rekening van de Duitse beta-lingsbalans liep op van 0,6% van het bnp in de jaren 1982/1983 naar 3,5% in 1986. Weliswaar had ook Ne-derland gedurende deze jaren een omvangrijk en rela-tief zelfs groter overschot op lopende rekening. Maar terwijl in Duitsland wordt aanvaard als dit tot opwaarde-ring leidt en de nadelen daarvan op korte termijn wor-den afgewogen tegen de voordelen van de resulteren-de ruilvoetverbetering, werd in Nederland van politieke kant herhaaldelijk gesteld dat het overschot niet moest leiden tot opwaardering maar tot renteverlaging. Iro-nisch genoeg wordt rentedaling daardoor juist tegen-gegaan;
- sinds maart 1985 daalt de dollar ten opzichte van de Europese valuta's. Dat gaat veelal gepaard met een sterke mark, ook ten opzichte van de Europese partner-valuta's;
- ten slotte moet worden gewezen op de omslag in de to-tale rekening van de Nederlandse betalingsbalans, die blijkt uit de volgende cijfers (in mrd. gld.):

	1985	1986 4)
lopende rekening (transactiebasis)	18	18
niet-monetair kapitaalverkeer	- 15	- 28
<b>totaal der niet-monetaire sectoren</b>	<b>3</b>	<b>- 10</b>

Een tekort op de totale rekening van de betalingsbalans moet uiteraard worden gefinancierd. Hetzij in de vorm van een afnemning van het netto buitenlands actief van het

*Het is soms lang wachten op een rentedaling*

bankwezen: dat vereist een geldmarktrente die hoog ge-noeg is om de cliënten van de banken ertoe te brengen gul-densposities in te nemen c.q. te laten toenemen. Hetzij, in-dien dat niet of onvoldoende gebeurt, in de vorm van offi-ciële interventies: dat impliceert dat de geldmarktrente als-nog oploopt, aannemend dat de centrale bank het geld-marktverkrappende effect van haar interventies niet zon-der meer compenseert.

## Groter gebruik EMS-band

Gegeven het tekort op de totale rekening van de beta-lingsbalans zijn de mogelijkheden van de centrale bank om de geldmarktrente te drukken - anders dan zeer kortstondig - beperkt. De vraag is wel aan de orde gesteld of een geringer rente-ecart met Duitsland mogelijk zou zijn indien maar genoeg werd genomen met een zwakkere positie van de gulden in de EMS-band. Het is verre van ze-ker dat dit op wat langere termijn bezien inderdaad een la-gere rente zou opleveren. Er zijn voorbeelden te noemen in het EMS waar de autoriteiten iedere neiging tot koersstijging in de band onmiddellijk gebruiken voor rente-verlaging. De markt heeft daar de ervaring opgedaan dat de koers vrijwel nooit omhoog gaat in de band, maar soms wel omlaag in het kader van een spilkoerswijziging. Dit eenzijdige koersrisico komt tot uitdrukking in een hogere rente.

Ook ik geloof dat de EMS-band optimaal moet worden benut. Maar daarmee is niet bedoeld dat men de koers steeds zo ver mogelijk moet laten doorzakken. Nog afge-zien van het zojuist genoemde effect is geenszins denk-beeldig dat een dergelijk beleid zou leiden tot onzekerheid over de houding van de monetaire autoriteiten bij toe-

4) 12-maands periode tot eind september 1986.

(foto ANP)



komstige spilkoersaanpassingen, en dat zou eerst recht een opwaartse druk uitoefenen op de rente.

Wel is er veel voor te zeggen om bij een speculatiegolf tegen een EMS-valuta deze te laten zakken tot het onderste punt om hem daar krachtig te steunen met interventies en rentestijging. Speculatie wordt dan ontmoedigd door een combinatie van rentekosten en het risico dat de koers in de band weer stijgt als de speculatie voorbij is. De ervaring, ook bij ons, leert dat dit een effectief, ja onmisbaar instrument is, wil men in een wereld van fluctuerende koersen en sterk toegenomen kapitaalmobiteit stabiele koersen handhaven met zijn belangrijkste handelspartners. Maar dit is het tegengestelde van de koers te laten zakken om de rente niet te hoeven verhogen. Ter zijde kan er nog aan worden herinnerd dat toen wij voor 1983 geldmarktrentes hadden die onder de Duitse lagen dat gepaard ging met een sterke, en niet met een zwakke gulden in de EMS-band.

## Rentestructuur

Zoals gezegd wordt de ruimte die de centrale bank heeft om de geldmarktrente te verlagen beperkt door het omvangrijke betalingsbalanstekort van de niet-monetaire sectoren. Terwijl hierdoor het rente-ecart met Duitsland op de geldmarkt hoger is dan de afgelopen jaren, ligt dat bij de kapitaalmarktrente omgekeerd: het verschil is hier historisch gezien juist laag. Er is een verband tussen deze twee. Het tekort op de totale rekening van de betalingsbalans wordt veroorzaakt door de in 1986 sterk opgelopen uitvoer van lang kapitaal. Het betreft hier niet alleen, en zelfs niet in de eerste plaats, rentegevoelig kapitaal. Maar wel is opmerkelijk dat een zo omvangrijke kapitaaluitvoer kon plaatsvinden zonder dat de rente op de kapitaalmarkt steeg. Dat komt door de sterke stijging van de binnenlandse liquiditeitscreatie, die opliep tot meer dan 8%, zodat ondanks de omvangrijke liquiditeitsafvloeiing naar het buitenland de liquiditeitsquote opnieuw steeg. De Nederlandse Bank stelde in haar perscommuniqué van 23 december 1986 over de geldschepping door het bankwezen dan ook dat de afvloeiing, die mede in stand wordt gehouden door de omvangrijke binnenlandse geldschepping, via de druk op de wisselkoers een opwaartse invloed uitoefent op de Nederlandse geldmarktrente. De noodzaak van de afspraak om de netto geldschepping door het bankwezen te beperken wordt hierdoor nog eens onderstreept. Naleving van deze afspraak betekent niet dat de bruto kredietverlening moet worden beperkt, maar wel dat de banken daartegenover meer lange middelen moeten aantrekken. Dit kan een opwaartse druk uitoefenen op de lange rente 5).

De wenselijkheid van een steilere rentestructuur wordt veelal ingezien. Dat men die liever ziet verwezenlijken door daling van de korte rente dan door stijging van de lange ligt voor de hand. Minder voor de hand ligt het om te denken dat het monetaire beleid het geringe rente-ecart met Duitsland dat wij het afgelopen jaar op de kapitaalmarkt hadden, voor de gehele rentestructuur tot stand kan brengen en houden. De prioriteit die de Bondsrepubliek traditioneel geeft aan inflatiebestrijding en de bereidheid de implicaties te aanvaarden voor de beheersing van overheidsfinanciën en geldhoeveelheid alsmede voor de wisselkoers, maken het welhaast onvermijdelijk dat de Duitse rente op langere termijn gezien lager is dan die in landen waarin dit in mindere mate geldt. Zonder dat renteverval zouwen weinig beleggers die de keus hebben in andere valuta beleggen dan markten.

## Conclusies

1. Het is niet mogelijk zowel de wisselkoers te fixeren als de rente. Nederland heeft met zijn zeer open economie goede redenen om een stabiele wisselkoers met zijn belangrijkste handelspartner na te streven. Daaruit vloeit

voort dat flexibiliteit moet worden aanvaard in het rentebeleid. Dat houdt in dat de rente niet alleen kan dalen maar soms moet stijgen.

2. Een groot spaaroverschot en een lage inflatie zijn noodzakelijke voorwaarden voor een relatief lage rente. Maar het zijn niet voldoende voorwaarden. Bij een vrij internationaal betalingsverkeer en een grote mobiliteit van kapitaal spelen marktverwachtingen onvermijdelijk een grote rol. De markt weegt rendementsverschillen en wisselkoersverwachtingen tegen elkaar af.

3. Gegeven de rente in het buitenland kan Nederland een lagere guldenrente verwachten naarmate het vertrouwen in de gulden in binnen- en buitenland groter is in vergelijking tot dat in andere munten. Dat vertrouwen is een kwestie van lange adem en een lang geheugen. Het wordt niet alleen bepaald door de omvang van het overschot op lopende rekening (zeker als dat wordt geflatteerd door een lage investeringsquote) maar ook door de politieke bereidheid, overheidsfinanciën en geldgroei te beheersen en de wisselkoers zo nodig prioriteit te geven boven de rente.

4. Binnen nauwe grenzen kan Nederland proberen de rente in het buitenland te beïnvloeden. Door zijn eigen rentebeslissingen kan het dat, gegeven zijn omvang, alleen maar marginaal: een voorbeeld is 1982 toen het, door voorop te lopen vanuit een positie van kracht, het tempo van Europese renteverlaging enigszins kon beïnvloeden. Iets groter kunnen de mogelijkheden zijn via het vertrouwelijke internationale overleg. Natuurlijk begrenst ook hier onze omvang onze invloed. Maar daarvan uitgaande is de kans op begrip bij onze partners voor onze argumenten groter naarmate die argumenten, meer op begrip voor hun prioriteitskeus zijn gebaseerd.

5. Het EMS kan een belangrijk instrument zijn voor internationale stabiliteit en een duurzaam lagere internationale rente. Maar dat geldt alleen voor een goed functionerend EMS, met een toereikende beleidscoördinatie en effectieve spelregels.

6. Een goed functionerend EMS stelt vier met elkaar samenhangende eisen:

- een voortgezette economische convergentie: op het punt van de inflatieverschillen is grote voortgang geboekt, ten aanzien van de overheidsfinanciën moet dat nog gebeuren;
- een gecoördineerde rentepolitiek, waarbij de rentever verschillen worden aanvaard die nodig zijn om de sterk toegenomen kapitaalstromen te beheersen;
- een juiste benutting van de wisselkoersmarges in nauw verband met het rentebeleid;
- als zich fundamentele onevenwichtigheden voordoen is een combinatie nodig van binnenlandse maatregelen en spilkoersaanpassing. De omvang van de laatste moet daarbij beperkt genoeg zijn om in de marges te worden opgevangen, zodat weliswaar de band verschuift maar de marktcoersen niet meteen hoeven te veranderen en speculatie niet loont. De verminderde inflatieverschillen rechtvaardigen dit, en op den duur zal de markt hier in zijn verwachtingen van uitgaan.

A. Szász

5) Het is niet ondenkbaar dat de verwachting van verdere rentedaling die tot in de herfst van 1986 bestond heeft bijgedragen tot enige terughoudendheid bij de banken om meer lange middelen aan te trekken.