

Duitse hoogconjunctuur en de Bundesbank

Een grote vraag op de financiële markten is wanneer de Bundesbank de rente voor het eerst zal verhogen. Op dit moment is de heersende opvatting onder economen dat de kans dat dat al in de eerste helft van 1995 zal gebeuren niet zo groot is. Immers, de inflatie zal in Duitsland de komende maanden nog verder dalen. En de geldgroei zal in 1995 waarschijnlijk voor het eerst sinds jaren weer binnen de door de Bundesbank gestelde doelstellingszone uitkomen. De Duitse economie is dan wel begonnen aan een fase van snelle economische expansie, van oververhitting is nog geen sprake. Een enkele optimist verwacht dat de Bundesbank de rente wellicht nog één keer zal verlagen. Bij voorbeeld als de loonstijgingen die straks in maart zullen worden afgesproken gematigd zullen zijn of als beloning voor het re-

strictieve fiscale beleid van de Duitse regering.

Toch moeten we rekening houden met de mogelijkheid dat de Bundesbank al in de eerste helft van 1995 genoodzaakt zal zijn een heel andere koers te varen.

Twee vroege indicatoren

Bezettingsgraad

Een belangrijke indicator die vanaf nu in de gaten moet worden gehouden is de bezettingsgraad. De ontwikkeling van de bezettingsgraad blijkt in de praktijk een goede aanwijzing te bieden voor het toekomstige verloop van de inflatie. Ook de Bundesbank is deze mening toegedaan, zoals blijkt wanneer we het gedrag van de Bundesbank over de afgelopen dertig afzetten tegen de ontwikkeling van de bezettingsgraad. In het verleden volgde de eerste discontoverhoging steeds kort op het moment dat de bezettingsgraad in de industrie de 85% overschreed, het niveau dat overeenkomt met een normale bezetting van de productiecapaciteit (figuur 1).

Op dit moment ligt de bezettingsgraad nog onder de gevarezone, te weten op 83,7% in het derde kwartaal van 1994. Maar volgens berekening zal bij de huidige snelle groei de 85%-grens gepasseerd worden in het eerste kwartaal van 1995 (tabel 1).

Producentenprijzen

Er is nog een signaal dat ons zou moeten waarschuwen over een te

De rubriek 'Financiële markten' verschijnt elke twee weken in ESB, en wordt verzorgd door medewerkers van de afdeling macro-economie van het Institute for Research and Investment Services, een samenwerkingsverband van Rabobank en Robeco Groep.

groot optimisme over de ontwikkeling van de korte rente in Duitsland. Dat is de ontwikkeling van de producentenprijzen. Op dit moment draagt de ontwikkeling van de producentenprijzen in Duitsland 1,4%. Maar op het moment dat de producentenprijsstijging in Duitsland 2% of meer gaat bedragen, blijkt dat voor de Bundesbank in het verleden bijna altijd een moment te zijn geweest om het disconto te verhogen (zie figuur 2). Alleen in 1976 was dat niet het geval.

Zijn er aanwijzingen voor een sterke stijging van de producentenprijzen in de komende maanden? Jawel. Voor het eerst in jaren lijkt de gunstige conjunctuur de Duitse ondernemer weer de mogelijkheid te geven de marge te verbeteren door de prijzen te verhogen. Enquêtes van het IFO geven aan dat ondernemers in de Duitse industrie dit ook inderdaad van plan zijn. Gingen in november 1993 de meeste ondernemers nog uit van prijsdalingen, inmiddels is de balans omgeslagen. Volgens de laatste cijfers rekent 64% van de ondernemers in de Duitse industrie erop de prijzen de komende maanden te kunnen verhogen, terwijl nog maar 36% denkt dat zij de prijzen moeten verlagen. Als dit uitkomt zal de producentenprijsstijging in Duitsland ruim voor de zomer de 2% te boven gaan.

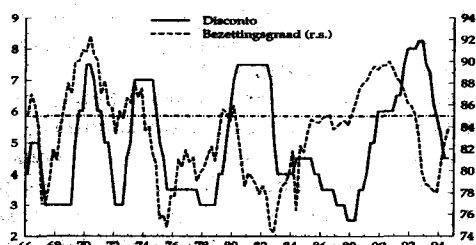
Ook al zal de feitelijke inflatie in 1995 met iets boven de 2% waarschijnlijk nog laag zijn, als we verder kijken dan het cijfer voor de consumentenprijzen dan blijkt dat zich in de Duitse economie wel degelijk inflatoire krachten lijken voor te doen. Deze zullen in 1996 leiden tot een openlijke stijging van de inflatie en daarop zal de Bundesbank al in een vroeg stadium willen anticiperen. Temeer daar ook de Bundesbank weet dat het lang duurt voordat een monetaire verkrapping effect begint te sorteren; dit zijn de beruchte 'long and variable lags' van Friedman.

Tabel 1. Enkele kerngegevens van de Duitse industrie

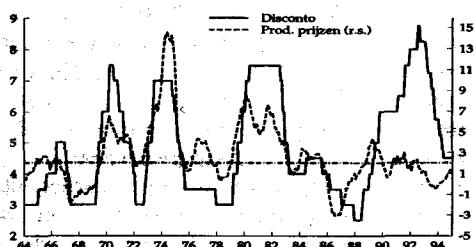
		Bezettings- graad	Productie verwerkende industrie (1985 = 100)	Impliciete capaciteit	Productie verwerkende industrie (%, j-o-j)
		(A)	(B)	(B/A)	
1992	Q1	85,7	124,3	145,0	0,8
	Q2	85,0	121,7	143,1	-1,5
	Q3	83,1	119,6	143,9	-2,1
	Q3	80,4	114,2	142,0	-5,5
1993	Q1	78,6	110,8	141,0	-10,9
	Q2	78,4	110,5	140,9	-9,2
	Q3	78,0	111,1	142,4	-7,1
	Q4	79,0	110,6	140,0	-3,2
1994	Q1	80,3	110,8	138,0	0,0
	Q2	82,3	114,3	138,9	3,5
	Q3	83,7	115,8	138,4	4,3
	Q4 ^a	84,4	117,2	138,9	6,0
1995	Q1 ^a	85,2	118,6	139,2	7,0

a. Voorspellingen.

Figuur 1. Disconto en bezettingsgraad



Figuur 2. Disconto en producentenprijzen, % j.o.j.



Anekdotisch bewijs

En waarom zou de Bundesbank de rente nog een keer verlagen? In het derde kwartaal van vorig jaar steeg het Westduitse bbp voor het eerst weer tot boven het pre-recessie niveau. Daarmee is de herstelfase nu ook in Duitsland ten einde en de expansiefase begonnen. Dit maakt een verdere monetaire stimulering van de economie overbodig. Niet helemaal toevallig vond op het moment dat de Duits economie het pre-recessie niveau passeerde, namelijk in het derde kwartaal, ook de laatste renteverlaging door de Bundesbank plaats. Men verlaagde toen het repo-tarief naar 4,85%. Ook veranderde op dat

twee tot vier weken bij de Bundesbank kunnen krijgen (in Nederland vergelijkbaar met de speciale beleeningsrente), dicht tegen de onderkant van de bandbreedte die gevormd wordt door het disconto dat op 4,5% staat en het Lombardtarief dat op 6% staat (zie figuur 3). Het disconto is het tarief waartegen de banken krediet op kunnen nemen bij de Bundesbank waarbij schatkistpapier in disconto wordt gegeven. De Lombardrente is het tarief waartegen banken in geval van onvoldoende liquiditeit in de geldmarkt bij de Bundesbank een noodkrediet kunnen krijgen. Dus alleen als de geldmarktrente tot boven de Lombardrente dreigt te stijgen zullen de banken hiervan gebruik maken.

Het ligt voor de hand dat, als de Bundesbank begint te verkrappen, de eerste stap zal zijn om van de Mengentender die in juli is geïntroduceerd weer over te stappen naar een Zinstender. Bij een Mengentender kunnen banken alleen een bepaalde hoeveelheid tegen het vaste

tarief van 4,85% aanvragen bij de centrale bank. Bij een Zinstender kunnen de banken niet alleen aangeven welke hoeveelheid ze willen maar tevens aangeven tegen welke rentestand ze het geld willen aantrekken. Omdat de markt op dit moment verwacht dat de eerstkomende stap van de Bundesbank een renteverhoging zal zijn, zal, als bij de terugkeer naar een Zinstender het niveau van de repo in de praktijk weer door de markt wordt bepaald, de reporente omhoog gaan.

Zolang de uitkomst van de loononderhandelingen nog niet bekend is, wil de Bundesbank het repo-tarief nog niet uit handen geven. Algemeen wordt verwacht dat de uitkomst van de loononderhandelingen in Duitsland niet mee maar ook niet tegen zal vallen (een loonstijging van zo rond de 3%). Dat kan voor de Bundesbank reden zijn het repo-tarief dan weer door de markt te laten bepalen.

De kans bestaat dat de Duitse economie in het eerste kwartaal van 1995 door de invoering van de solidariteitstoeslag een tijdelijke terugval in de groei te zien zal geven. Dat kan voor de Bundesbank reden zijn een eerste verhoging van het disconto nog even uit te stellen. Maar als de groeivertraging meevalt is er niets wat de Bundesbank ervan zal weerhouden het disconto nog voor de zomer te verhogen. En laten we niet vergeten dat er nog een belangrijke kracht is die de Bundesbank een laatste duw in deze richting zou kunnen geven. Op het moment dat markten zich zorgen gaan maken over een oplopen van de Duitse inflatie in 1996, doet de Bundesbank er verstandig aan deze angst te onderdrukken door de rente tijdig te verhogen. Des te langer ze wacht, des te verder de rente op de obligatiemarkt zal oplopen.

Marcel Blom

Figuur 3. Disconto, repo-tarief en Lombardrente

