



Het rente-ecart

DRS. P.A. HAAL*

Inleiding

Met het rente-ecart wordt het rentever-
schil tussen twee landen bedoeld. Het ver-
schil kan betrekking hebben op zowel de
kortlopende als de langlopende rente. Van-
af februari jl. heeft Nederland wat betreft
de korte rente een ongebruikelijk groot
rente-ecart met Duitsland. De korte rente
in ons land ligt sindsdien ruim 1% boven
de rente van onze oosterburen 1). Op de
kapitaalmarkt doet zich dat verschijnsel
allerminst voor; het verschil bedraagt daar
niet meer dan 0,3%. In dit artikel wordt in-
gegaan op de achtergronden van deze op-
vallende ontwikkeling op de geldmarkt.
Allereerst wordt de invloed van De Neder-
landsche Bank (DNB) op de geldmarktren-
te beschreven. Daarna volgt een uiteenzet-
ting over het ontstaan van het rente-ecart
begin dit jaar en de instandhouding daar-
van. Ten slotte wordt ingegaan op de fac-
toren die mogelijk een rol spelen bij het
door DNB gevoerde beleid.

Het geldmarktbeleid

Voor een goed begrip van het geldmarkt-
beleid van DNB is het nodig om summier
het geldmarkttekort, de wijze van financie-
ring van het tekort en de invloed van DNB
op de geldmarktrente toe te lichten. Wan-
neer gesproken wordt over de geldmarkt
dan wordt hier de kaspositie van de banken
bij DNB bedoeld. Sinds het begin van de
jaren zeventig hebben de banken een kaste-
kort: zij staan permanent „rood” bij
DNB.

Deze situatie is ontstaan als gevolg van
de uitzetting van de bankbiljettencircula-
tie. De groei van het aantal transacties of
wel de groei van het nationaal inkomen
lokte niet alleen een grotere vraag naar gi-
raal maar ook naar chartaal geld uit. Dit
laatste effect werd versterkt door de grote
vraag naar bankbiljetten van f.1.000
(zwart geld). Ook de tekorten op de lopen-
de rekening van de betalingsbalans in de
jaren zeventig hadden via een verzwakking
van de gulden gevolgen voor het geld-
markttekort. Valuta-interventies om de
gulden te steunen leiden immers tot een
verkrapping van de geldmarkt. Later, toen
de gulden weer sterker werd, zijn deze
valuta-interventies niet volledig teruge-
draaid, waardoor het geldmarkttekort uit
drien hoofde in stand werd gehouden.

Banken mogen niet ongelimiteerd rood
staan bij DNB. Het beroep van de banken
op DNB is gebonden aan een contingent
dat voor drie maanden geldt. Daaronder
kunnen banken tegen onderpand van
schatkistpapier en obligaties over de perio-
de gemiddeld een bepaald bedrag opne-
men. De banken moeten daarvoor de voor-
schotrente betalen. „Zolang de tekorten
van de banken niet te veel afwijken van de
omvang van het contingent, zal de markt-
rente dicht bij de voorschotrente liggen. De
positieve marge (als regel 0 à ½ procent-
punt) wordt veroorzaakt door banken die
onzeker zijn over hun kasbehoefte: zij zijn
bereid om in de interbancaire markt een
iets hogere rente te betalen dan bij De Ne-
derlandsche Bank, ten einde niet in een
dwangpositie te geraken wanneer het hun
toebemeten beroep niet voldoende zou
blijken te zijn. Het toelaatbare beroep
wordt steeds lager vastgesteld dan het be-
drag dat de banken naar verwachting voor
telkens drie maanden nodig zullen hebben.
Hun afhankelijkheid van de Bank is dus
verzekerd, ook al geeft de Bank in beginsel
via beleningen en dollarswaps een zodanig
aanvullende steun dat de banken met een
zeker gemak binnen het hun toebemeten
contingent kunnen blijven” 2). De centrale
bank geeft met de hoogte van de voorschot-
rente, de omvang van de aanvullende
steun en de rente die zij op de belening in
rekening brengt aan op welk niveau zij de
rente wil hebben.

De hoogte van de geldmarktrente die
DNB aldus stuurt is in sterke mate afhan-
kelijk van de positie van de gulden ten op-
zichte van de mark. Een verzwakking van
de gulden ten opzichte van de mark zal lei-
den tot acties van DNB om de geldmarkt-
rente te verhogen zodanig dat de positie
van de gulden weer verbetert. De instru-
menten van DNB daarvoor zijn hogere tar-
ieven op speciale beleningen, swaps en/of
verkrapping van de geldmarkt. En wan-
neer deze maatregelen niet voldoende zijn,
worden de officiële tarieven aangepast.
DNB voert dus in het kader van het valuta-
beleid een rentebeleid dat gericht is op het
beïnvloeden van het rente-ecart met Duits-
land. De geldmarktrente in Nederland
wordt zo in belangrijke mate bepaald door
het renteniveau in Duitsland en door het
valutabeleid van DNB dat gericht is op
handhaving van de gulden binnen de gren-
zen van het EMS en met name op het stabili-
seren van de koers van de gulden ten op-
zichte van de mark.

Verwachtingen van een meevallende
groei en daaruit voortvloeiend een ver-
krapping van het monetaire beleid hadden
begin van dit jaar een rentestijging in de
Verenigde Staten tot gevolg. De opgaande
beweging in de Amerikaanse rente en de
hoge dollarkoers hadden hun weerslag op
de rente-ontwikkeling in Duitsland en Ne-
derland. DNB verhoogde op 1 februari jl.,
in navolging van een verhoging van de
Duitse Lombardrente met ½%, haar officiële
tarieven eveneens met een ½%. De
driemaands interbancaire tarieven stegen
echter met meer dan 1%. Het rente-ecart
met Duitsland steeg van vrijwel nihil tot
bijna 1½%. De rentestijging op de geld-
markt, die boven de stijging van de officiële
tarieven uitging, kwam niet autonoom
tot stand, maar werd bewerkstelligd door
DNB die in tegenstelling tot haar Duitse
collega de geldmarkt niet gelijktijdig ver-
ruimde met een speciale belening. Later in
de maand werd met behulp van een hoger
tarief op een speciale belening het rente-
ecart verder vergroet. Achtergrond van dit
beleid was de geleidelijke verzwakking van
de gulden ten opzichte van de mark in het
EMS.

In figuur 1 is duidelijk te zien dat vanaf
januari de gulden ten opzichte van de mark
zwakker werd. De grafiek van de drie-
maands-eurotarieven (figuur 2) geeft aan
dat de rente op de Eurogulden in eerste in-
stantie vrijwel gelijk was met die op de
Duitse mark, maar later in de maand (fe-
bruari) boven de Duitse eurorente uit-
kwam. Zoals reeds vermeld heeft DNB op
grond van valulaire overwegingen het
rente-ecart door middel van een hoger tar-
ief op de speciale beleningen vergroet (zie
de tabel). In januari bedroeg het tarief van
de speciale belening 5¾% en de voorschot-
rente 5½%. Een maand later was het tarief
reeds 6⅝%, waarbij het verschil met een
voorschotrente van 6% opmerkelijk was.
In de maand maart werd het tarief van de
speciale beleningen nog verder verhoogd
(6⅞%). De driemaands interbancaire tar-
ieven fluctueerden rond het niveau van
7%. Het rente-ecart bereikte een niveau
van 1,5%.

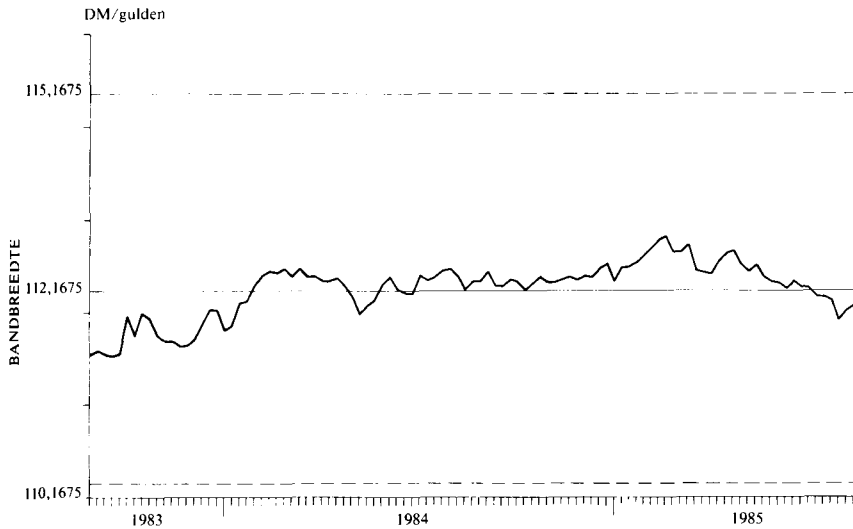
Niettemin bleef de gulden in het EMS
overwegend zwak ten opzichte van de
mark. Volgens het eerste kwartaalbericht
van DNB (1985) kan de verklaring zijn dat
de gulden een aanzienlijk beperktere inter-
ventiesteun heeft ontvangen dan de mark,
die in april en mei voor grote bedragen
werden gekocht door een aantal EMS-
partners, vooral door Frankrijk. De mark

* De auteur is verbonden aan het Economisch
Bureau van de Amro Bank. Het artikel is op per-
soonlijke titel geschreven.

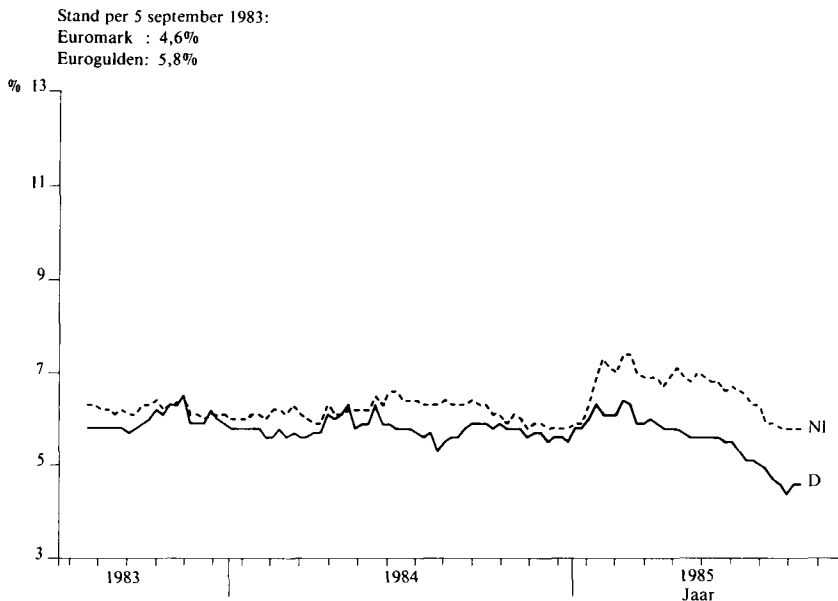
1) In dit artikel is voor de hoogte van de geld-
marktrente uitgegaan van de driemaandstarieven
op Eurogulden en Euromarken.

2) E. den Dunnen, Instrumenten van het geld-
valutamarktbeleid in Nederland, *Bank- en
Effectenbedrijf*, NIBE, nr. 21, 1985, blz.
102-103.

Figuur 1. Verloop van de DM/guldenkoers, weekcijfers



Figuur 2. Verloop van de rente op Eurogulden en Euromarken, weekultimo's van september 1983 t/m 5 september 1985



en de gulden bevonden zich overigens onder in de EMS-band als gevolg van het feit dat EMS-valuta's met een hoge rente en toch een beperkt wisselkoersrisico meer in trek waren. Het wisselkoersrisico was beperkt vanwege de hoge dollar; dat had tot gevolg dat de EMS-valuta's binnen de band dicht bij elkaar lagen. De onderlinge verschillen waren vrij gering en valuta's als de Deense kroon en het Ierse pond hadden dan ook de voorkeur.

Medio maart kwam er internationaal, maar ook in Nederland een eind aan de rentestijging. De rentedaling in de VS was vooral een gevolg van het verruimend monetair beleid van de Amerikaanse centrale bank, de Federal Reserve (Fed). Omdat de economische groei in het eerste kwartaal bijzonder laag was en het gevaar bestond dat de Amerikaanse economie in een recessie zou belanden, achtte de Fed het wenselijk om, ondanks een hoge geldgroei, de geldmarktrente omlaag te brengen ten ein-

de de economische groei te stimuleren. De daling van de geldmarktrente in West-Duitsland werd mogelijk gemaakt door de depreciatie van de dollar. Door de lagere dollarkoers waren de risico's dat in West-Duitsland de inflatie door hoge inkooprijzen zou aanwakkeren, verminderd. De Bundesbank kon daardoor het renteniveau zonder bezwaar omlaag brengen. Ook in Nederland daalde de geldmarktrente en wel zeer geleidelijk. Pas in juni heeft DNB het aangedurfd om het tarief op de speciale belening met een $\frac{1}{8}\%$ te verlagen. Het zal de lezer niet verbazen dat valutarie overwegingen ook hier de hoofdrol speelden. Begin juni herstelde de gulden zich en steeg tot dichtbij pariteit met de mark. Op dat moment gaf DNB door middel van een lager tarief op de speciale belening te kennen dat wat haar betreft de rente omlaag kon. Eind juni kondigde DNB een speciale belening aan met een tarief dat wederom een $\frac{1}{8}\%$ lager was.

De instandhouding van het rente-ecart

Vanaf de maand juni heeft de gulden binnen de EMS-band niet of nauwelijks meer onder de mark gelegen. In de maand juli steeg de gulden zelfs boven de mark uit en in die situatie is sindsdien geen verandering gekomen. Op grond van deze valutarie ontwikkeling zou men mogen verwachten dat het ongebruikelijk forse rente-ecart met Duitsland is afgenomen. Dit is echter niet het geval. Wat DNB concreet heeft gedaan, valt onder meer uit het overzicht van de tarieven van de speciale beleningen op te maken. Vanaf het moment dat de gulden in de buurt van de mark kwam (juni), heeft de centrale bank stapje voor stapje deze tarieven verlaagd (zie de tabel). Deze verlagingen waren niet zozeer het gevolg van de verbetering van de positie van de gulden, als wel een reactie op de renteverlaging in Duitsland. Het renteverskil met Duitsland bleef dientengevolge intact. Figuur 2 laat duidelijk zien dat de rente in beide landen is gedaald, maar dat het rente-ecart onveranderd is gebleven.

Ook de discontoverlaging per 16 augustus jl. bracht daarin geen verandering. Toen de Bundesbank de officiële tarieven met een half procent verlaagde werd zij direct gevolgd door De Nederlandsche Bank, die eveneens haar officiële tarieven met een $\frac{1}{2}\%$ naar beneden aanpaste. Het voorzichtige rentebeleid in de afgelopen maanden indiceerde al dat DNB het disconto niet met een hoger percentage dan de Bundesbank zou verlagen. Niettemin had de geldmarkt er op gerekend dat DNB door middel van een lager tarief op de speciale beleningen de rente op de geldmarkt verder omlaag zou drukken.

Het voordeel van een renteverlagende politiek via een lagere tarifiering van speciale beleningen boven een discontoverlaging is dat deze geleidelijker en met minder risico's kan worden uitgevoerd. Wanneer onverhoopt de gulden ten opzichte van de mark weer in waarde zou dalen, kan vrij eenvoudig en zonder veel gezichtsverlies het tarief van de speciale beleningen verhoogd worden. Een discontowijziging is meer bedoeld voor een langere periode en DNB is geenszins van plan het disconto meteen aan te passen zodra de positie van de gulden binnen EMS-band verandert. De verwachting van de geldmarkt kwam niet uit want de eerste speciale belening die na de discontoverlaging werd aangekondigd had weliswaar een $\frac{1}{4}\%$ lagere rente, maar in verhouding tot de discontoverlaging van een $\frac{1}{2}\%$ was deze verlaging niet indrukwekkend. Men zou de vraag kunnen opwerpen of er, gezien de goede positie van de gulden ten opzichte van de mark, niet voldoende ruimte was voor een sterkere discontoverlaging.

Terugblikkend naar het verleden blijkt dat de situatie van een groot rente-ecart in samenhang met een gulden die binnen het EMS sterker of gelijk aan de mark staat, de afgelopen twee jaar niet is voorgekomen. In 1984 bevond de gulden zich in de EMS-band over het algemeen iets onder de mark. Het renteverskil met Duitsland bleef echter gering. Slechts twee maanden

Tabel. Tarieven speciale beleningen

Periode	Rente	Periode	Rente
18-24 januari	5 6/8%	6-20 juni	6 6/8%
21-28 februari	6 5/8%	21-30 juni	6 5/8%
1-14 maart	6 5/8%	1-11 juli	6 5/8%
6-14 maart	6 7/8%	11-25 juli	6 4/8%
15-21 maart	6 7/8%	25 juli-1 augustus	6 3/8%
22-28 maart	6 7/8%	1-12 augustus	6 2/8%
29 maart-11 april	6 7/8%	12-22 augustus	6 1/8%
12-21 april	6 7/8%	22-29 augustus	5 7/8%
1-14 mei	6 7/8%	29 augustus-12 september	5 6/8%
15-27 mei	6 7/8%		
17-27 mei	6 7/8%		
28 mei- 5 juni	6 7/8%		

P.A. Haal

was er sprake van een renteverskil van een 1/2%. Op momenten dat de gulden boven de mark lag, was het renteverskil nihil. In het jaar 1983 lag de gulden vrijwel altijd boven de mark: het renteverskil was dan ook gering. Alleen ten tijde van de wisselkoersaanpassing, waarbij de mark ten opzichte van de gulden met 2% revalueerde, was tijdelijk een vergroting van het rente-eccart nodig om de gulden te steunen. Daar de situatie van een groot rente-eccart in samenhang met een gulden die qua koers sterker of gelijk aan de mark is, historisch gezien vrij uniek is, is het des te interessanter om de mogelijke beweegredenen van DNB te onderzoeken.

Motieven van het geldmarktbeleid

Kennelijk wil DNB de gulden boven pariteit met de mark houden. Helaas geeft DNB geen motivering voor het gevoerde beleid. Een mogelijk argument zou kunnen zijn dat DNB de koers van de gulden instabiel vindt en wellicht een koersdaling in de nabije toekomst verwacht. Wanneer echter de onderliggende factoren van beide valuta's worden beoordeeld, blijken er nauwelijks wezenlijke verschillen tussen deze valuta's te bestaan. Duitsland en Nederland volgen een vrij evenwichtig groeipad met een economische groei van ca. 2% en een inflatie rond een niveau van 2 à 2,5%. Ook hebben beide landen een betalingsbalansoverschot, ofschoon dat van Nederland uitgedrukt in procenten van het bruto nationaal produkt aanmerkelijk hoger is. Het financieringstekort van de Duitse overheid is daarentegen lager dan dat van Nederland. Positief voor de gulden is echter het feit dat het financieringstekort in Nederland sterk is verminderd. Ook de ontwikkeling van deze fundamentele factoren in het komende jaar loopt voor beide landen niet verder uiteen.

Een mogelijk andere overweging van het huidige geldmarktbeleid kan zijn dat DNB door middel van een groter rente-eccart met Duitsland de positie van de gulden ten opzichte van de mark dusdanig wil versterken dat er te zijner tijd ruimte is om de gulden ten opzichte van de mark te laten revalueren. De president van DNB toonde zich bij de presentatie van het laatste jaarverslag duidelijk voorstander van een revaluatie als instrument om de particuliere consumptie te stimuleren. Bij een opwaarde-

ring van de guldenkoers wordt de import goedkoper, daalt het binnenlands prijspeil en neemt de koopkracht van de ingezetenen toe. Dat er aan een revaluatie veel nadelen zijn verbonden is reeds in een ander artikel uit de doeken gedaan 3). Bovendien heeft een revaluatie als bezwaar dat wanneer de markt deze aanpassing niet in overeenstemming acht met haar visie op de wisselkoersverhouding tussen de gulden en de mark, eventueel een speculatie tegen de gulden kan optreden en renteverhogingen nodig zijn om de gulden te steunen. Deze situatie hoeft zich niet voor te doen, maar het feit dat een dergelijke situatie niet ondenkbaar is, geeft aan dat de risico's bij een wisselkoersaanpassing groter zijn dan bij renteverlagingen. Een politiek van renteverlagingen werkt niet alleen onvoorwaardelijk door in lagere rentelasten en mogelijk een verhoging van de investeringsactiviteiten, maar kan ook worden beëindigd zodra de positie van de gulden verslechtert. Bovendien kan er ook een signaal van vertrouwen in de gulden van uitgaan.

Conclusie

Het jaar 1985 zal de geschiedenis ingaan als het jaar waarin DNB een zeer voorzichtig rentebeleid heeft gevoerd. Aanvankelijk was de zwakke positie van de gulden ten opzichte van de mark een duidelijke reden voor het uiteenlopen van de korte rente tussen Nederland en Duitsland. Naarmate de gulden binnen de EMS-band weer dichtbij de mark kwam, ontstond er ruimte om de korte rente in Nederland sterker dan in Duitsland te verlagen. DNB heeft deze ruimte echter niet benut en verlaagde het tarief op de speciale belening pas op het moment dat de Duitse centrale bank haar tarieven inmiddels naar beneden had aangepast. Het renteverskil bleef dientengevolge intact.

Instandhouding van een renteverskil kan gerechtvaardigd worden door te wijzen op een mogelijke koersdaling van de gulden ten opzichte van de mark. Daar de ontwikkeling van fundamentele grootheden als economische groei, inflatie en betalingsbalanssaldo in beide landen nauwelijks uiteenloopt, luidt de verwachting dat de gulden en de mark echter het komende jaar in een stabiele verhouding tot elkaar zullen staan. Een mogelijk andere overwe-

ging van het voorzichtige rentebeleid zou kunnen zijn dat DNB aanstuurt op een revaluatie van de gulden. Gezien de vele nadelen van een dergelijke maatregel is het aantrekkelijker om in plaats van een wisselkoersaanpassing een politiek van renteverlagingen te voeren. Duisenberg liet zich in die zin al uit door te stellen dat de rente de komende tijd nog verder omlaag kan. Rest nu nog de vraag wanneer De Nederlandsche Bank zelf het voortouw neemt.

3) P.A. Haal, Het jaarverslag van DNB, De stimulering van de particuliere consumptie, *ESB*, 8 mei 1985.