

Financiële markten

Het voordeel van de twijfel

Sinds het begin van dit jaar is het Duitse monetaire beleid in opspraak geraakt. Voor het derde jaar op rij lijkt het de Bundesbank niet te lukken om de geldgroei binnen de doelstellingszone te houden (zie tabel 1).

Ondanks de hoge M3-groei verlaagt de Bundesbank sinds september 1992 de rente met verwijzing naar gunstige loonakkoorden, de sterke D-mark en bezuinigingsvoorstellen van de overheid. Daarmee wekt de Bundesbank de indruk dat zij niet meer afgaat op haar eigen meetinstrument voor toekomstige inflatie. Economen van banken, effectenhuizen en onderzoeksinstituten discussiëren inmiddels breeduit over het geldgroei-beleid. Moet M3 afgeschaft worden als indicator, zoals de FED verleden jaar M2 in de ijskast zette, of niet? Beleggers kijken daarom met grote belangstelling naar 21 juli, als de Bundesbank in een 'mid-term review' de geldgroei-doelstelling voor 1994 opnieuw onder de loep neemt.

Waarom is de geldgroei zo hoog?

Het pan-Duitse nominale bbp groeide in 1992 met 7,2% en in 1993 met 2,6%. Vergelijken we dit met de geldgroei in deze jaren (zie tabel 1) dan wijkt de nominale groei van het bbp in 1992 nog niet zoveel af van de geldgroei (vooral als gevolg van de nominale groei van Oost-Duitsland). Maar in 1993 nam de geldhoeveelheid veel sneller toe dan het nominale bbp, ofwel er is in 1993 een over-

schot aan liquiditeiten gecreëerd. Ook tijdens de recessies van 1975 en van 1981/82 was er sprake van een liquiditeitsoverschot in West-Duitsland. Als we dit bedenken, zien de huidige cijfers er al een stuk minder dramatisch uit. In 1975 groeide M3 4,2% sneller dan het nominale bbp. In 1982 3,7%. De bron van al het kwaad is snel gevonden. De Duitse kredietverlening groeide vorig jaar met 9,8%. In 1981 en 1982 groeide de Duitse kredietverlening gemiddeld met 8,5% en in 1975 bedroeg de kredietgroei 7,9%. Niet iets dat men zou verwachten bij een economie in recessie.

Waarom groeit de kredietverlening ten tijde van de recessie zo hard in Duitsland? Ten eerste doen de lagere overheden in Duitsland ten tijde van een recessie een sterk beroep op de kredietverlening, omdat de belastinginkomsten tegenvallen en de uitgaven stijgen. Vanwege de Duitse eenwording zijn de tekorten bij de lagere overheden nog meer opgelopen dan normaal tijdens een recessie.

Ten tweede neemt de vraag naar hypotheeklen toe als gevolg van de dalende kapitaalmarktrente en de daaraan gekoppelde hypotheekrente. In de afgelopen twee jaar was er daarnaast extra vraag naar huizen als gevolg van de toestroom van Oostduitsers naar West-Duitsland, de sterke vluchtelinginstroom en de tendens naar eenpersoonshuishoudens. Toen begin dit jaar de hypotheekrente een voorlopig dieptepunt bereikte leidde dat nogmaals tot een forse groei in de kredietverlening.

De Bundesbank wees in het Monatsbericht van mei op nog een derde factor. Bedrijven nemen ten tijde van de recessie kredieten op om uit voorzorg de liquiditeit en de solvabiliteit veilig te stellen, aangezien verwacht wordt dat de winsten zullen gaan tegenvallen. Het beursgenoteerde Duitse bedrijfsleven heeft drie jaar van dalende winsten achter de rug.

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.

In 1991 namen de winsten met 9% af, in 1992 met 34% en vorig jaar met 25%.

Daarnaast bestaat er als de yieldcurve tijdens de recessie invers is, ofwel de geldmarktrente hoger is dan de kapitaalmarktrente, een voorkeur om geld kort aan te houden. Kortlopende beleggingen (tot vier jaar) worden tot M3 gerekend en langlopende beleggingen niet. Vanwege een verandering in de bronbelasting per 1 januari keerden bovendien veel Duitse beleggers de buitenlandse beleggingsfondsen de rug toe en parkeerden hun geld eind december tijdelijk op deposito en kortlopende spaarrekeningen. Hierdoor nam de geldgroei begin dit jaar nog verder toe.

Met andere woorden, in Duitsland is een sterke liquiditeitscreatie ten tijde van een recessie niets nieuws onder de zon. Dat neemt niet weg dat er op deze wijze liquiditeiten zijn gecreëerd die nu boven de economie hangen. Zo hielden gezinnen in 1993 9,1% meer liquiditeiten bij banken aan dan het jaar daarvoor. Waarbij opgemerkt kan worden dat de Duitse burger in 1993 per saldo langlopende beleggingen verkocht heeft. Het bedrijfsleven hield vorig jaar 10,2% meer liquiditeiten bij banken aan.

Is het overschot aan liquiditeiten een bedreiging voor de inflatie? Dat is de vraag waarom het natuurlijk allemaal draait. Als de geldgroei leidt tot een sterke groei van de bestedingen, zoals eind jaren zeventig en in de tweede helft van de jaren tachtig het geval was, dan resulteert dat in hogere inflatie in de jaren daarna. Blijven de bestedingen zich daarentegen gematigd ontwikkelen, zoals we begin jaren tachtig hebben gezien dan kan de inflatie nog verder dalen. De inflatie nam in de jaren 1982-84 af van 5,3% naar 2,5%. De meeste voorspelers gaan uit van een zeer gematigde ontwikkeling van de bestedingen in Duitsland. De OESO raamt in haar

Tabel 1. Ontwikkeling Duitse geldhoeveelheid M3, in %

	groei M3	doelstellingszone
1992	8,2	3,5 - 5,5
1993	7,9	4,5 - 6,5
1994	11,3 ^a	4,0 - 6,0

a. eerste vijf maanden.

jongste *World Outlook* een groei van de reële binnenlandse vraag van 0,1% in 1994 en van 1,3% in 1995. Daarmee blijft de groei van de binnenlandse vraag achter bij die in 1983 en 1984. Dit is vooral het gevolg van de lage loonstijgingen en de bezuinigingsmaatregelen van de overheid die het reëel beschikbaar inkomen in zowel 1994 als 1995 onder druk zetten. De loonstijgingen blijven beperkt als gevolg van de aanhoudende werkloosheidsstijging. Zo is de Duitse industrie dit jaar van plan nog eens 6% van haar personeelsbestand te laten afvloeien en in 1995 1,5%. Begin volgend jaar wordt de solidariteitstoeslag opnieuw ingevoerd die een verhoging van de belastingtarieven met 7,5% betekent. Het toonaangevende IFO-instituut gaat bij voorbeeld uit van een daling van het reëel beschikbaar inkomen van 1,5% in 1994 en van 2,0% in 1995.

Consumptiegroei is bij een daling van het beschikbaar inkomen alleen mogelijk als de spaarquote omlaag gaat. Gegeven het feit dat de spaarquote zich in Duitsland in de afgelopen 15 jaar tussen de 15,4% en 12,2% heeft bewogen en de spaarquote in het eerste kwartaal reeds gedaald is tot 12,5% lijkt er weinig rek meer in de Duitse spaarquote te zitten. Net als in Nederland is een groot gedeelte van de besparingen in Duitsland verplicht voor pensioenvoorziening e.d. Daarnaast zal de groei in hypotheek uit de afgelopen jaren door middel van aflossingen tot meer besparingen leiden in de komende jaren.

Het gecreëerde liquiditeitsoverschot lijkt de komende anderhalf à twee jaar daarom nog geen gevaar voor de inflatie te vormen en kan via verminderde geldgroei in de komende jaren

geneutraliseerd worden, net als begin jaren tachtig. Zo lag de groei van het nominale bbp in 1984 1,1% hoger dan de geldgroei, waardoor het liquiditeitsoverschot afgebouwd werd.

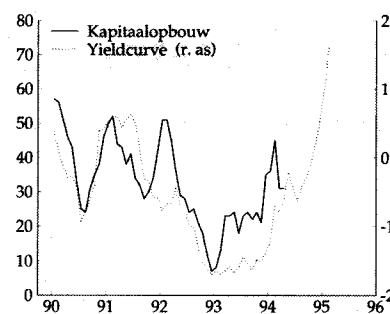
Ondanks het economische herstel nam de groei in de kredietverlening af. De komende twee jaar zijn de kansen groot dat de groei van de kredietverlening opnieuw sterk zal verminderen. Zo zal de, als gevolg van de kostenbesparingen, zeer gunstige winstontwikkeling tot een verminderde kredietvraag aanleiding geven.

Daarnaast zullen de bezuinigingen die de lagere overheden zich hebben voorgenomen er toe leiden dat ook de kredietvraag van overheidszijde zal afnemen. Bovendien werd onlangs door het IFO voor 1995 het einde van de bouwexplosie op de huizenmarkt aangekondigd, waardoor ook de vraag naar hypotheek – op dit moment de belangrijkste factor achter de kredietgroei – zal afnemen. Daar komt nog eens bij dat de banken een stuk voorzichtiger zijn geworden met hun kredietverlening sinds de ineenstorting van het onroerend-goedimperium van Schneider.

Voorts ligt sinds februari de kapitaalmarktrente weer boven de geldmarktrente. Dit zal later dit jaar tot een verschuiving van kortlopende beleggingen naar langlopende beleggingen tot gevolg hebben (de zogenaamde Geldkapitalbildung).

Dat de hoge Duitse geldgroei minder zorgwekkend is dan ze op het eerste gezicht lijkt mag daarnaast blijken uit de Franse geldgroei, die al sinds oktober vorig jaar negatief is (in de eerste vier maanden van dit jaar daalde de Franse M3 met 3,9% ten opzichte van een jaar daarvoor). Het lijkt gegeven de economische integratie in Europa toch wat onwaarschijnlijk dat Duitsland op hoge inflatie zou afstevnen, waar Frankrijk deflatie te wachten zou staan. Het verschil in geldgroei lijkt veeleer een reflectie van het vrije verkeer van kapitaal in Europa. De geldgroei in de Europese Unie bedroeg in maart 5,3% ten opzichte van een jaar daarvoor, hetgeen in overeenstemming lijkt met de groei- en inflatieraming die de OESO onlangs heeft afgegeven voor de Europese landen in 1995 (resp. 2,8% en 2,4%), waarbij voor Duitsland uitgegaan wordt van een inflatie van 2,0%.

Figuur 2. Helling van de yieldcurve (9 maanden vertraagd) en Geldkapitalbildung (mrd DM per kwartaal)



21 juli

Op basis van bovenstaande analyse verdient de Bundesbank het voordeel van de twijfel. De hoge geldgroei lijkt, zoals de Bundesbankraadsleden niet moe worden te beweren, een tijdelijk fenomeen. Bovendien zal de hoge geldgroei zich hoogstwaarschijnlijk niet vertalen in hogere inflatie. Desalniettemin mag ervan worden uitgegaan dat de Bundesbank, getuige de uitspraken van de Bundesbankraadsleden, vasthoudt aan M3 als indicator. Daarbij speelt het toekomstige beleid van de Europese centrale bank (ECB) een belangrijke rol. De Bundesbank zou graag zien dat ook de ECB gebruik zal maken van M3 als indicator voor het monetaire beleid. Dat mag voor de financiële markten als gunstig worden aangemerkt. Als er iets als een rode lap op een stier zou werken dan is het het afschaffen van een indicator die noodsignalen uitzendt. De problematiek van de Bundesbank is immers een geheel andere dan de Fed de afgelopen jaren met M2 ondervond. Waar de Duitse M3 te snel groeit, groeide de Amerikaanse M2 te traag. M2 zond het signaal uit dat de Amerikaanse economie maar niet uit de recessie kwam, terwijl het herstel ruimschoots begonnen was. Van inflatiegevaar was geen sprake. Zou de Fed M2 serieus hebben genomen dan had zij de rente nog verder moeten verlagen dan zij al deed.

Al met al lijkt het er op dat op 21 juli er geen dramatische koerswijziging van de Bundesbank verwacht hoeft te worden.

Marcel Blom

Figuur 1. Werkloosheid (invers afgebeeld) en loonstijgingen

