

Monetair beleid en rentestructuur

In 1989 heeft monetaire verkrapping in West-Duitsland, leidend tot een fors hogere korte rente, een omgekeerde rentestructuur veroorzaakt. Vanwege het Nederlandse wisselkoersbeleid ontstond ook in ons land een omgekeerde rentestructuur. Op zich biedt, paradoxaal genoeg, een dergelijke rentestructuur stimulansen tot vergroting van de liquiditeitenmassa. Daarom ziet de Nederlandsche Bank liever een normale rendementscurve, maar ze kan met haar instrumentarium niet tegen de internationale hoofdstroom oproeien. In onderstaand artikel worden de relaties tussen de rentestructuur en het monetaire beleid in binnen- en buitenland geanalyseerd. Ook wordt nagegaan hoe rente en rentestructuur zich in 1990 kunnen ontwikkelen.

DRS. J.M.A. LOMMEN – DRS. B.G.J. WALSHOTS*

Rentetarieven plegen hoger te zijn, naarmate de looptijd van de opgenomen of belegde middelen langer is. Zo ligt de geldmarktrente (looptijd tot 2 jaar) normaliter onder de kapitaalmarktrente. De rentetarieven naar resterende looptijd vormen de rentestructuur. De grafische weergave daarvan heet rendementscurve.

In ons land tekende zich vanaf medio 1988 een geleidelijke ontwikkeling af naar een omgekeerde (inverse) rentestructuur; vanaf medio 1989 tot heden is voortdurend van een dergelijke situatie sprake. De korte rentetarieven kwamen daarbij maximaal tot circa driekwart procentpunt boven de lange tarieven te liggen.

In dit artikel gaan we eerst in op theorieën over de termijnstructuur van de rente. Vervolgens wordt nagegaan wat de relatie is tussen het monetaire beleid en de zich in de afgelopen decennia manifesterende omgekeerde rentestructuren. Dan volgt een analyse van de achtergronden van de huidige situatie, in samenhang met de rol en het instrumentarium van het monetaire beleid in Nederland en het buitenland. Ten slotte komen de vooruitzichten voor de rentestructuur in de komende tijd aan de orde.

Termijnstructuur van de rente

Er bestaan drie theoretische concepten, die de termijnstructuur van de rente trachten te verklaren: de verwachtingentheorie, de liquiditeitsvoorkeurtheorie en de segmentatietheorie¹.

Volgens de *verwachtingentheorie*, die gebaseerd is op een volledig doorzichtige markt, is de lange rente een indicator voor de verwachte korte rente op de langere termijn. Indien in de toekomst een stijging van de korte rente wordt verwacht, zal de rendementscurve een opwaarts gericht beloop tonen. Een belegger zal bij een normale rentestructuur derhalve genoeg nemen met een

relatief laag rendement op kortlopende schuldtitels, omdat hij verwacht, dat bij aflossing van deze schuldtitels herbelegging tegen hogere rendementen mogelijk is. Wordt daarentegen door beleggers een daling van de korte rente verwacht, dan zal de rendementscurve een benedenwaarts gericht beloop laten zien. Beleggers eisen dan een hoger rendement op kortlopende dan op langlopende schuldtitels, omdat bij aflossing slechts herbelegging tegen lagere rendementen mogelijk is.

De *liquiditeitsvoorkeurtheorie* vult de verwachtingentheorie aan. Deze theorie stelt dat door de aanwezigheid van risico, inflatie en consumptiepreferentie, geldgevers – in zoverre zij risicomijders zijn – altijd de voorkeur geven aan kortlopende, liquide schuldtitels, terwijl geldnemers onder dezelfde omstandigheden langlopende schuldtitels prefereren. Beleggers verlangen daarom een liquiditeitspremie, die hoger wordt naarmate de looptijd van de schuldtitels langer wordt. Dit impliceert dat, indien geen wijzigingen in de toekomstige korte rentes worden verwacht, de rendementscurve toch een opwaarts gericht beloop zal hebben. Ook indien een daling van de korte rente wordt verwacht, kan de curve opwaarts gericht dan wel vlak zijn, zolang de liquiditeitspremie maar de verwachte rentedaling overtreft dan wel evenaart. Alleen indien een scherpe daling van de korte rente wordt voorzien, zal de rendementscurve in vers zijn.

Zowel de verwachtingentheorie als de liquiditeitsvoorkeurtheorie gaan ervan uit, dat schuldtitels met uiteenlo-

* De auteurs zijn verbonden aan de Activiteit Algemeen Economisch Onderzoek van Rabobank Nederland, maar hebben dit artikel geschreven op persoonlijke titel. Zij danken collega's voor het commentaar op een eerdere versie van dit artikel, in het bijzonder drs. N. Vogelaar.

1. Voor een theoretische verklaring van de termijnstructuur van de rente en een overzicht van de resultaten van empirische studies, zie J.S. van Horne, *Financial market rates and flows*, Prentice-Hall, New York, 1984, hoofdstuk 5.

pende looptijden – waarbij het rendement al dan niet gecorrigeerd is voor liquiditeitsvoorkeur – perfecte substituten zijn. Volgens de *segmentatietheorie* is dit niet het geval. Marktpartijen kunnen, bij voorbeeld uit een oogpunt van 'matching' van activa en passiva, een sterke voorkeur hebben voor een bepaalde looptijd. Volgens deze theorie wordt de termijnstructuur van de rente derhalve bepaald door vraag/aanbodverhoudingen in onderling gescheiden financiële deelmarkten. Verwachtingen omtrent het toekomstige rendement op schuldtitels met uiteenlopende looptijden spelen geen of – afhankelijk van de variant van de segmentatietheorie die wordt gehanteerd – een ondergeschikte rol.

Hoewel geen van de drie bovengenoemde theorieën afzonderlijk een bevredigende verklaring voor de rentestructuur biedt, vormen zij gezamenlijk een aannemelijk kader. Uit empirische toetsing is gebleken, dat verwachtingen een bepalende factor zijn in de rentevorming. Tevens hebben de meeste onderzoeken een opwaartse druk op het lange einde van de rendementscurve getraceerd, wat een bevestiging inhoudt van de voor liquiditeitsvoorkeur 'aangepaste' verwachtingentheorie. Minder overeenstemming bestaat er echter over het al dan niet aanwezig zijn van marktsegmentatie en de eventuele invloed die daarvan uitgaat op de rentestructuur.

De genoemde theorieën schenken geen expliciete aandacht aan de invloed van het monetaire beleid op de rentestructuur. Maatregelen van de monetaire autoriteiten kunnen de termijnstructuur van de rente echter in belangrijke mate mede beïnvloeden. De monetaire autoriteiten zijn tot op bepaalde hoogte in staat de korte rente in de door hen gewenste richting te sturen, waardoor het korte einde van de rendementscurve grotendeels wordt gefixeerd.

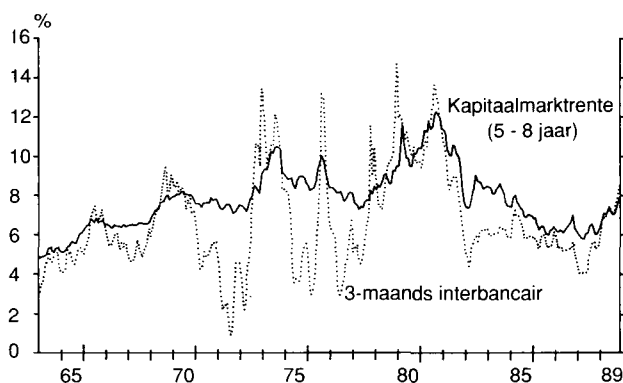
Omgekeerde rentestructuur 1965-1987

Ingrijpen van de monetaire autoriteiten, in het kader van het gevoerde geld- en valutamarktbeleid, kan leiden tot een omgekeerde rentestructuur. Dit is ook in Nederland in de afgelopen decennia verscheidene malen gebeurd. De thans actuele, omgekeerde rentestructuur is dan ook bepaald niet uniek. Indien het driemaands AIBOR-tarief en de middellange rentewijzer van het CBS als maatstaf worden genomen, kunnen voor Nederland sinds 1965 acht min of meer afzonderlijke perioden worden onderscheiden, waarin sprake was van inversiteit. De duur varieerde van enkele maanden tot bijna twee jaren, waarbij de mate van inversiteit maximaal opliep tot circa 5 procentpunten. Opmerkelijk is de regelmaat; elke 2 à 3 jaar kwam de omgekeerde rentestructuur terug. De jaren tachtig vormden hierop een uitzondering.

In de jaren zestig was de oorzaak van inversiteit² primair gelegen in de reactie van de monetaire autoriteiten op de binnenlandse conjuncturele overspanning en de daarmee samenhangende, hoog opgelopen inflatie. De geldmarktrente was, anders dan thans het geval is, aangrijpingspunt in het 'groot' monetair beleid. De korte rente steeg boven de lange rente uit, omdat DNB probeerde via een restrictief monetair beleid, dat leidde tot een verkleining van de kasliquiditeit van het bankwezen, de bestedingsgroei te beperken, de druk op de capaciteitsgrenzen te verminderen en het inflatietempo te drukken. In 1969 hield de hoge geldmarktrente tevens verband met de rente-ontwikkeling op de euromarkt.

In de jaren zeventig kwamen binnenlandse conjuncturele ontwikkelingen wat het rentebeleid betreft steeds vaker op de tweede plaats. Het handhaven van wisselkoersdoelstellingen kreeg een hogere prioriteit. Toen in 1973 het wereldwijde systeem van vaste wisselkoersen werd afgeschaft en de Europese valuta collectief gingen zweven ten

Figuur 1. Rente-ontwikkeling in Nederland, 1964-1989



opzichte van de Amerikaanse dollar, werd de rente in Nederland meer afhankelijk van het elders in Europa gevoerde monetaire beleid. De Nederlandse geldmarktrente moest enkele malen fors worden verhoogd ter 'verdediging' van de guldenkoers in het kader van het Europese wisselkoerssysteem (het 'slang'-arrangement en sinds 1979 het EMS). Perioden van tijdelijke zwakte van de gulden waren het gevolg van speculaties op de valutamarkten en/of renteverhogingen in het buitenland.

In de jaren tachtig maakte de combinatie van dalende inflatie, relatieve rust aan het (Europese) valutafront en een geleidelijker en vasthoudender karakter van het gevoerde monetaire beleid elders, lange tijd een normale rentestructuur mogelijk³.

Ontwikkelingen na oktober 1987

Dat er nu weer sprake is van een omgekeerde rentestructuur, is het gevolg van een complex van factoren, waarbij de monetaire beleidskeuzes wederom een centrale rol vervullen. In reactie op de wereldwijde beursval in oktober 1987 gingen de monetaire autoriteiten in een groot aantal OESO-landen over tot versoepeling van hun beleid. De monetaire verruiming had – naast aanvankelijke directe liquiditeitssteun – vooral ten doel een recessie te voorkomen. De economieën in de westerse wereld bleken zich echter weinig van de beursval aan te trekken en vertoonden integendeel, mede ten gevolge van de monetaire verruiming, een economische opleving.

Verenigde Staten

In de Verenigde Staten liep de bezettingsgraad op tot een niveau waarop inflatoire spanningen ontstonden. Dit was voor de Fed aanleiding om tot een geleidelijke monetaire verkrapping over te gaan. De ervaring in het verleden had geleerd, dat eenmaal gevormde inflatie uitermate hardnekkig kon zijn en forse en langdurige inspanningen vergde om deze in benedenwaartse richting te beïnvloe-

2. Zie tevens B.A.J.M. van Hellenberg Hubar e.a., *Omgekeerde rentestructuur – oorzaken en gevolgen*, preadviezen NIBE-jaardag, 1981, Amsterdam.

3. In 1986 was weliswaar sprake van een belangrijke afvlakking, maar een situatie van inversiteit bleef uit. Ook toen vormde de 'verdediging' van de guldenkoers het motief voor de hoge geldmarktrente, zij het dat niet valutaspulaties en/of renteverhogingen elders hieraan ten grondslag lagen, doch een zodanige afvloeiing van kapitaal, die het gevolg was van een complex van factoren, dat de koers van de gulden onder druk kwam te staan. M. van Nieuwkerk, *Kapitaalexport, ESB*, 15 april 1987, blz. 325 ev.

den. De Fed wilde tegelijkertijd voorkomen, dat bij marktpartijen de verwachting ontstond, dat de inflatie zou aanwakkeren. Zij besloot daarom tot een *anticiperend* anti-inflatiebeleid, waarbij zij de korte rente verhoogde.

Ter beïnvloeding van de (totale) liquiditeitsmassa staan de Fed 'open markt operaties', wijzigingen in het disconto en veranderingen in de reserveverplichtingen van de bij de Fed aangesloten banken ter beschikking. Deze instrumenten grijpen alle aan bij de liquiditeit van het bankwezen. De monetaire verkrapping vanaf het tweede kwartaal van 1988 is met behulp van de twee eerstgenoemde instrumenten tot stand gebracht, resulterend in een stijging van de interbancaire geldmarkttrente ('federal funds rate').

Het ligt voor de hand, dat een verkrappend monetair beleid dat aangrijpt bij de geldmarkt, via een stijging van de kosten van kredietverlening, uiteindelijk ook doorwerkt in de tarieven op de kapitaalmarkt. Dat de stijging van de korte rente in 1988 slechts gedeeltelijk resulteerde in een gestegen kapitaalmarktrente, hield verband met de forse buitenlandse belangstelling voor dollarbeleggingen, die voortkwam uit het vastberaden anti-inflatiebeleid van de Fed, naast de verwachting van marktpartijen dat het verkrappende monetair beleid, alsmede een afzwakking van de groei, uiteindelijk de inflatoire spanningen zou doen verdwijnen⁴.

De combinatie van stijgende geldmarkttarieven en stabiele kapitaalmarkttarieven zorgde in de Verenigde Staten in de loop van 1988 en het eerste kwartaal van 1989 voor een steeds vlakker rentestructuur. Vanaf het tweede kwartaal van 1989 zette een daling van de korte rente in. Deze werd mogelijk gemaakt, doordat de Fed, laverend tussen inflatoire spanningen en een dreigende recessie, voor enige monetaire verruiming zorgde. De rentestructuur bleef evenwel vlak c.q. (enigszins) omgekeerd, omdat ook de kapitaalmarkttarieven in vergelijkbare mate daalden. Dit duidt erop dat beleggers in de toekomst geen nieuwe stijging van de geldmarkttarieven verwachten, doch een stabilisatie op een lager niveau.

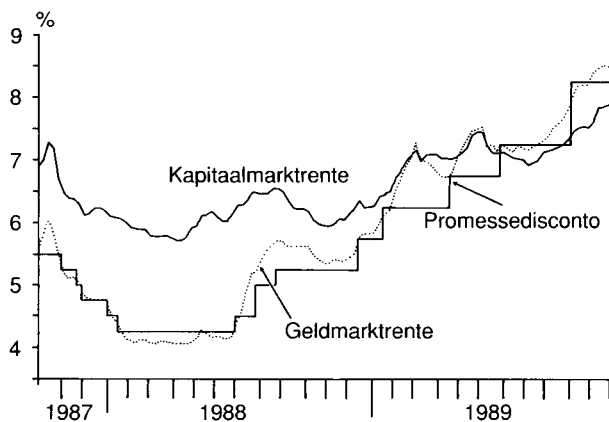
West-Duitsland

De oplopende geldmarkttarieven in de Verenigde Staten versus die in West-Duitsland hadden in het tweede en derde kwartaal van 1988 een waardeverhoging van de dollar ten opzichte van de Duitse mark tot gevolg. Mede hierdoor ontstond in West-Duitsland een stijging van het prijspeil. Ook accijnsverhogingen en oplopende grondstofprijzen verhoogden bij onze oosterburen de inflatoire spanningen. Toen de groei van de liquiditeitsmassa in de loop van 1988 boven de doelstelling uitsteeg, zag de Bundesbank zich genoodzaakt om in te grijpen. In de gegeven omstandigheden was geen sprake van een conflict tussen de doelstellingen voor de interne en de externe waarde van de Duitse mark.

Ook in West-Duitsland stuurt de centrale bank de *totale* geldhoeveelheid door beïnvloeding van de liquiditeit van het bankwezen. Deze resulteert direct of indirect in een verandering van de *geldmarkttrente*. De Bundesbank beschikt daartoe over een scala aan instrumenten. Indien zij tot monetaire verkrapping wil overgaan, kan zij de kasreserveverplichtingen van banken, die gekoppeld zijn aan verschillende liquide bancaire passiva, vergroten. Ook kan zij bij voorbeeld het tarief voor de speciale beleningen verhogen dan wel, indien zij een verkrapping van langduriger aard gewenst acht, de discontovoet en de Lombardrente optrekken. Verhogingen van deze verplichtingen en tarieven werken door in de interbancaire geldmarkttrente en remmen uiteindelijk de kredietverlening door banken af.

De door de Bundesbank bewerkstelligde stijging van de geldmarkttarieven in de loop van 1988 en 1989 leidde in West-Duitsland vanaf mei 1989, ondanks eveneens enigszins oplopende kapitaalmarkttarieven, tot een omgekeerde rentestructuur. Ook voor West-Duitsland wordt ter verklaring van de bij de stijging van de geldmarkttrente achterblij-

Figuur 2. Rente-ontwikkeling in Nederland na oktober 1987



vende kapitaalmarktrente betoogd, dat dit het gevolg is van het vertrouwen van marktpartijen in het anti-inflatiebeleid van de monetaire autoriteiten⁵. Daarnaast kan echter tevens gewezen worden op het ervaringsfeit, dat (gelijkgerichte) mutaties in de lange rente doorgaans minder groot zijn dan mutaties in de korte rente. Dit verschijnsel kan een gevolg zijn van een vertraagde doorwerking van verwachtingen in het lange gedeelte van de rendementscurve.

Nederland

De rente-ontwikkeling in West-Duitsland werd in ons land nagevolgd. Door de prioriteit die de Nederlandsche Bank (DNB) geeft aan het handhaven van een vaste koers tussen gulden en Duitse mark, worden wijzigingen in de officiële rentetarieven van onze oosterburen meestal onverwijld door DNB gevolgd. Ook in Nederland ontstond daarom in de loop van 1989 een omgekeerde rentestructuur.

Door de wisselkoersdoelstelling van DNB kan de geldmarkttrente niet worden gebruikt om de totale liquiditeitsmassa te beïnvloeden. Dit in tegenstelling tot de situatie in vele andere landen, zoals met name de VS en West-Duitsland. Ter beïnvloeding van de binnenlandse liquiditeitscreatie staat DNB een aantal andere instrumenten ter beschikking, waarvan de monetaire kasreserveregeling en de openmarktpolitiek in de kapitaalmarkt⁶ in 1989 zijn ingezet.

In de loop van de tijd is de doelstelling van het 'groot' monetair beleid verschoven. Voor 1986 werden diverse vormen van kredietbeheersing toegepast om een ongewenste stijging van de liquiditeitsquote te voorkomen c.q. te beperken, waardoor potentiële inflatoire spanningen zouden verminderen. Thans wordt het 'groot' monetair beleid vooral ter ondersteuning van het wisselkoersbeleid gevoerd. Zo werd in de jaren 1986-1987 en wordt thans, vanaf medio 1989, een grens gesteld aan de bancaire liquiditeitscreatie. Hiermee wordt beoogd de liquiditeitscreatie door het bankwezen niet te laten uitstijgen boven de vraag naar liquiditeiten door het binnenland, waardoor wordt voorkomen dat kapitaalexport optreedt die de koers van de gulden onder druk zou kunnen zetten⁷.

4. Zie met name OESO, *Economic surveys, United States, 1988/1989*, Parijs, november 1989, alsmede *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review, Monetary policy and open market operations during 1988*, Winter-Spring 1989, blz. 84.

5. OESO, *Economic surveys, Germany*, Parijs, juli 1989, blz. 46.

6. W.F. Duisenberg, *Openmarktpolitiek in de kapitaalmarkt, Bank-en effectenbedrijf 11/87*, blz. 415 ev.

7. Overigens zij opgemerkt, dat in vrijwel alle andere Europese landen kasreserveregelingen aangrijpen bij de monetaire passiva op de bankbalansen en niet, zoals in ons land, bij het netto geldscheppend bedrijf. Een verzwaring van deze verplichtingen leidt in genoemde landen dan tot een hogere korte rente.

Een tweede doelstelling van de kredietrestrictie is beïnvloeding van de rentestructuur. Bij een ongewijzigd tempo van uitzettingen zullen de banken, gegeven de toelaatbare liquiditeitscreatie, een groter gedeelte daarvan financieren op de kapitaalmarkt. Daarmee wordt een opwaartse druk op de lange rente beoogd, waardoor de rendementscurve steiler wordt. Dan zal een verschuiving optreden van secundaire liquiditeiten naar kapitaalmarktbeleggingen, waardoor de groei van de liquiditeitenmassa afneemt⁸.

DNB beoogt derhalve met de huidige kredietrestrictie invloed uit te oefenen op de rentestructuur, waarbij zij, gegeven de korte rente, een stijging van de lange rente wil forceren. Het is echter de vraag of dit streven ook gerealiseerd kan worden. De ervaringen met het gebruik van de openmarktportefeuille door de centrale bank op de kapitaalmarkt zijn niet bijster positief. Het gebruik van een rentesignaal door DNB op de kapitaalmarkt lijkt, anders dan op de geldmarkt, door de marktpartijen niet of nauwelijks te worden opgepikt. Dit ligt ook voor de hand, vanwege het ontbreken van een afhankelijkheidsrelatie van marktpartijen jegens DNB op de kapitaalmarkt. Hooguit kan DNB in een weifelende markt het sentiment *tijdelijk* in een door haar gewenste richting beïnvloeden. De genoemde afhankelijkheidsrelatie bestaat wel op de geldmarkt, waar de banken voortdurend bij DNB in het krijt staan, waardoor de centrale bank de tarieven kan sturen. Dit is op de kapitaalmarkt ondenkbaar, met name vanwege de invloed van buitenlandse marktpartijen.

Doordat het kapitaalverkeer met het buitenland vrij is, leidt een opwaartse druk op de lange rente – die bij voorbeeld veroorzaakt wordt door een extra beroep van de banken op de kapitaalmarkt – ceteris paribus tot extra kapitaalvoer, die ervoor zorgt, dat van een werkelijke rentestijging geen sprake is. Het wisselkoersbeleid van DNB draagt daar toe bij; (buitenlandse) beleggers weten immers, dat zij op hun guldenbeleggingen geen extra wisselkoersrisico lopen vergeleken met beleggingen in Duitse markten.

Voor zover een overmatige binnenlandse liquiditeitscreatie de gulden onder druk zou zetten, hetgeen tot uitdrukking zou komen in een groter rente-écart met West-Duitsland in de korte sfeer, kan een beperking van de binnenlandse liquiditeitscreatie niet méér bereiken, dan dat deze stijging van het rente-écart ongedaan wordt gemaakt. Uiteindelijk betekent dit, dat DNB slechts korte-termijnverschuivingen in de rentestructuur, die het gevolg zijn van vertrouwenseffecten, kan redresseren. Op langere termijn echter kan zij nauwelijks invloed uitoefenen op het niveau en de helling van de rendementscurve.

Uit het bovenstaande blijkt, dat de mogelijkheden voor de Nederlandse monetaire autoriteiten om invloed uit te oefenen op de rentestructuur, gegeven het primaat van het 'klein' monetair beleid dat gericht is op een vaste koers tussen gulden en Duitse mark, beperkt zijn. Dit wordt bevestigd door de gang van zaken in 1989. De Nederlandse rentestructuur is in de huidige omstandigheden, waarin de Nederlandse en Duitse economieën al vrij sterk zijn geconvergeerd, praktisch een kopie van de Duitse rentestructuur.

gedaalde koers van de dollar ten opzichte van de Duitse mark. De ervaring heeft geleerd, dat – wellicht door veranderingen in de doorwerking van verwachtingen aan de lange kant – de lange rente in navolging van de korte rente weliswaar in dezelfde richting zal muteren, doch minder dan evenredig. Er treedt aldus op termijn een terugkeer op naar een minder inverse c.q. normale rentestructuur. Ten gevolge van de door de monetaire autoriteiten geïnitieerde daling van de korte rente, zal de rendementscurve daarbij op een lager niveau komen te liggen.

Een (geleidelijke en beperkte) rentedaling in West-Duitsland betekent niet, dat de monetaire autoriteiten aldaar afscheid nemen van het anticiperende anti-inflatiebeleid. Zij zullen nog geruime tijd 'de vinger aan de pols houden', wat inhoudt, dat de korte tarieven voorlopig nog op een relatief hoog niveau blijven. Indien beleggers rekening houden met een voortzetting van het anticiperende anti-inflatiebeleid, zullen zij hun verwachtingen omtrent toekomstige niveaus van de korte rente naar boven bijstellen, waardoor de lange rente, als een gemiddelde van de huidige en verwachte korte rente, zal gaan stijgen. Ook hierdoor zal een beweging optreden naar een minder inverse c.q. normale rentestructuur, zij het dat deze beweging het resultaat is van een stijging van de lange rente bij een gefixeerd niveau van de korte rente.

Het belangrijkste risico voor (het niveau van) de rentestructuur in bovenstaande projectie ligt besloten in de inflatieontwikkeling, met name in West-Duitsland. Mochten de economische groei en de loonstijging hoger uitvallen dan verwacht, dan zal een monetaire verruiming niet kunnen plaatsvinden. De geprojecteerde daling van de geldmarktrente zal dan niet optreden. Wel zal de kapitaalmarktrente stijgen, door de aanpassing van verwachtingen omtrent toekomstige (hogere) niveaus van de korte rente. Of deze stijging in het lange deel van de rendementscurve voldoende groot zal zijn om de huidige inversiteit ongedaan te maken, is daarbij onzeker.

Ook al mocht de rentestructuur in de loop van 1990 terugkeren naar meer normale verhoudingen, dan nog moet rekening worden gehouden met een tamelijk vlakke rendementscurve in de komende jaren. Door de toegenomen integratie van geld- en kapitaalmarkten, onder andere door deregulering en liberalisering, en door de invloed van nieuwe financiële instrumenten die een brug slaan tussen (renterisico's op) de diverse financiële markten, zal het verschil tussen korte en lange rentes geringer worden. Ook de relatieve rust aan het (Europese) valutafrent zal bijdragen aan een aanhoudend vlakkere rentestructuur. Anders dan in de jaren zeventig, toen de monetaire autoriteiten enkele malen fors moesten ingrijpen ten einde de guldenkoers te 'verdedigen', is een forse en kortstondige verhoging van de geldmarktrente, gezien het huidige EMS-kader en de positie van de gulden ten opzichte van de Duitse mark, niet langer waarschijnlijk en zal de rentestructuur een minder geprononceerd karakter krijgen.

Jacqueline Lommen
Bernard Walschots

Vooruitzichten

Hoe zal de rentestructuur in West-Duitsland en (daarmee) in ons land zich in de loop van 1990 ontwikkelen? In deze paragraaf worden een hoofd- en vervolgens een risicoscenario geschetst.

Wij gaan uit van een geleidelijke, doch beperkte daling van de korte rente in de loop van het jaar, die mogelijk wordt door enige groeivertraging bij onze oosterburen en door de

8. P.L.C. Hilbers, Monetair kasreserveregeling, DNB, *Kwartalbericht 1989/2*, september 1989, blz. 29 ev. Tevens: A.H.E.M. Wellink, Enkele beschouwingen met betrekking tot de rente, DNB, *Kwartalbericht 1989/3*, december 1989, blz. 21.