



Rente- en valutapolitiek

DRS. R. A. R. VAN DEN BOSCH

Inleiding

Stabiliteit is allesbehalve een eigenschap van rente. Zo hebben zowel de korte, alsook de lange rente tot begin augustus, met de nodige fluctuaties, een sterke daling vertoond. Deze daling is in augustus en september onderbroken, maar heeft zich sindsdien weer voortgezet, zij het vanaf een hoger niveau. Nu wordt in ons land het rentebeeld in hoge mate bepaald door het buitenland. Minister Van der Stee stelde onlangs terecht dat „het rentepeil (...) voor het grootste deel bepaald wordt door buitenlandse invloeden. Het Nederlandse beleid, opgebouwd uit inkomensbeleid, budgettair en monetair beleid, heeft alles te zamen minder invloed op het rentepeil. Niettemin is dit beleid wel degelijk van belang voor veranderingen in de verhouding tussen het Nederlandse en het buitenlandse rentepeil”¹). In het navolgende zal wat nader op enkele van deze binnenlandse factoren worden ingegaan.

Monetair beleid

Het monetaire beleid van De Nederlandsche Bank (DNB) is sterk gericht op de omvang van de liquiditeitsquote, d.w.z. de omvang van de liquiditeitsmassa als percentage van het nationale inkomen. Gaat deze quote boven een bepaald niveau uit, dan is er sprake van

„overliquiditeit”, hetgeen een potentieel gevaar voor inflatie inhoudt. Het beleid van DNB is er voor 1980 op gericht de liquiditeitsquote te stabiliseren: de liquiditeitsmassa mag procentueel even sterk toenemen als het nationale inkomen, waarbij men is uitgegaan van de (ex ante) veronderstelling dat er via de betalingsbalans géén liquiditeitsafvloeiing of-toevoer plaatsvindt. Concreet: het tempo van de binnenlandse liquiditeitscreatie van overheid en bankwezen te zamen moet in de pas lopen met de groei van het nationale inkomen. Ten einde dit doel te bereiken heeft DNB het bankwezen ook in 1980 aan een kredietrestrictie onderworpen; over de liquiditeitscreatie door de overheid heeft DNB geen zeggenschap.

Monetaire ontwikkelingen

Uit het recentelijk verschenen (tweede) *Kwartaalbericht* van DNB, blijkt dat de liquiditeitsquote per eind juni 1980 na een daling in het eerste kwartaal vrijwel gelijk was aan die van ultimo 1979. Hierbij dient men zich te realiseren dat er, als gevolg van het tekort op de betalingsbalans, sprake was van een omvangrijke liquiditeitsafvloeiing in het verkeer met het buitenland. Met andere woorden, het tempo van de binnenlandse liquiditeitscreatie is aanzienlijk uitgegaan boven de groei van het nationale inkomen. De

oorzaak hiervan ligt geheel bij de overheid: een liquiditeitscreatie van f. 8,7 mrd. in de eerste zes maanden van 1980. Daartegenover creëerde het bankwezen slechts f. 1,7 mrd. Het bankwezen is hiermede aanzienlijk onder het door DNB bepaalde maximum in het kader van de kredietrestrictie gebleven.

Kredietverlening

DNB stelt in het *Kwartaalbericht* dat deze ruimte (onder de norm van de kredietrestrictie) per ultimo juli grotendeels aan seizoenfactoren kan worden toegeschreven²). De accenten kunnen echter wellicht ook anders geplaatst worden. Er is nl. sprake van een aanmerkelijk lagere groei in de bruto kredietverlening, die niet alleen aan seizoenfactoren kan worden toegeschreven. Was er in 1979 nog een groei van 15%, in het eerste halfjaar van 1980 bedroeg dit slechts 9,4% (op jaarbasis). Deze groeivertraging heeft zich zowel bij de korte, als bij de middel-lange uitzettingen voorgedaan. De aanzienlijk verslechterde economische situatie in ons land heeft de kredietvraag van zowel bedrijfsleven als van consumenten bepaald niet gestimuleerd, terwijl ook kredietverstrekkers zich in zo'n situatie terughoudender opstellen. Onder invloed van deze vertraging in de groei van de kredietverlening is uiteraard ook het beroep van het bankwezen op de kapitaalmarkt sterk teruggelopen, ten einde daar monetair neutraal doorschuifbare passiva aan te trekken. De onlangs gepubliceerde gegevens over augustus geven aan dat de ruimte onder de norm nog iets verder is toegenomen.

Rijk

De omvangrijke liquiditeitscreatie van de overheid in de eerste helft van 1980 kan zeker voor een belangrijk deel aan seizoenfactoren worden toegeschreven. In de tweede helft van het jaar gaat de ontvangstenstroom normaliter aanzienlijk uit boven de uitgavenstroom, zodat er in die periode weer liquiditeiten worden vernietigd door de overheid. Hoe het resultaat er per saldo aan het eind van 1980 zal uitzien, is nu nog niet te zeggen. Over de lagere overheid zijn geen recente gegevens beschikbaar, terwijl de uiteindelijke financieringsbehoefte van het rijk nog niet definitief vaststaat (b.v. onzekerheden t.a.v. de belastingontvangsten). Gaat men echter uit van de in de

* De auteur is medewerker van het economisch bureau van de Amro bank. Het artikel is geschreven à titre personnel.

1) Verslag van een mondeling overleg, 7 september 1980, vaste Commissie voor Financiën Tweede Kamer, zitting 1980-1981, 16400, hoofdstuk IX-B, nr. 7.

2) De Nederlandsche Bank NV, *Kwartaalbericht*, 1980, nr. 2, blz. 27.

Miljoenennota 1981 genoemde financieringsbehoefte van het rijk van f 18 mrd. in 1980, dan lijkt het erop dat de monetaire financiering vrij beperkt zal zijn. Immers, op de openbare markt is tot nu toe f. 6,7 mrd. aangetrokken en op de onderhandse markt bijna f. 8,5 mrd. (incl. de Voorinschrijfrekening van f. 4,4 mrd.), in totaal ongeveer f. 15 mrd. Dit bedrag zal nog iets hoger kunnen uitvallen, omdat het jaar nog niet is verstreken, zodat de liquiditeitscreatie van het rijk in 1980 zo'n f. 2 à 3 mrd. zal bedragen (1979: f. 4,2 mrd.).

Buitenland

Men kan daarom nu al zeggen dat het rijk erin is geslaagd om zijn enorme financieringsbehoefte voor een belangrijk gedeelte op de kapitaalmarkt monetair neutraal te financieren. Nu is dat natuurlijk een kwestie van prijs, d.w.z. de hoogte van de rente. Daar het rijk, gezien de omvang van de financieringsbehoefte, niet alleen een beroep moet doen op de binnenlandse maar ook op de buitenlandse besparingen, zal het renteniveau attractief moeten zijn voor buitenlanders. Dit houdt in dat er een positief renteververschil zal moeten bestaan tussen b.v. Nederland en West-Duitsland. Dit beleid werkt goed, want gemiddeld worden staatsleningen voor 20 à 25% door het buitenland afgenomen 3).

Mede door deze grote buitenlandse belangstelling slaagt het rijk erin zich grotendeels monetair neutraal te financieren. Hierbij moet men zich overigens wel realiseren dat deze omvangrijke belangstelling van het buitenland voor staatsobligaties, gelijk staat met een liquiditeitsimport van naar schatting ruim f. 1,5 mrd. in 1980. De vorige minister van Financiën erkende dat hogere rentestanden weliswaar de investeerder raken, maar „voor een ondernemer gelden bij een investeringsbeslissing echter meer relevante variabelen dan slechts de kosten van het kapitaal” 4) (sic!). De huidige minister geeft echter wel aan dat 1% rentestijging f. 1 mrd. lastenstijging voor het bedrijfsleven betekent.

Lange rente

Het zal na het voorgaande duidelijk zijn dat de ontwikkeling van de lange rente in ons land in de eerste helft van 1980 voornamelijk door de internationale rente-ontwikkeling is bepaald. Het rijk speelt daar echter een belangrijke rol bij: gezien de omvang van de financieringsbehoefte moet het rijk ten opzichte van het buitenland (m.n. West-Duitsland) een attractieve rente bieden. Daar het kapitaalmarktberoep van het bankwezen, onder invloed van de conjuncturele en structurele teruggang in de kredietvraag van de particuliere sector, is teruggelopen, kreeg de overheid iets

meer lucht. Echter de afhankelijkheid van het buitenland bleef, en daarmee de noodzaak een relatief groot rente-écart in stand te houden.

Niet alleen het budgettaire beleid is verantwoordelijk voor de relatief hoge rente in ons land. Tegen de achtergrond van de tekorten op de lopende rekening, willen de monetaire autoriteiten een evenwichtsherstellende kapitaaltoevoer uitlokken d.m.v. een relatief hogere rente. De vorige minister van Financiën stelde (overigens terecht) dat de hiervoor benodigde rentestijging relatief gering is, zolang het vertrouwen in de valuta niet is aangetast. Is men echter bevreesd dat dit vertrouwen in de toekomst wel eens zou kunnen afnemen, dan zal men niet vlug geneigd zijn het renteververschil met het buitenland te verkleinen. Men kan dan omgekeerd juist proberen om door middel van een relatief groot renteververschil het vertrouwen in de gulden veilig te stellen. Een aanhoudend grote buitenlandse belangstelling voor guldensbeleggingen, betekent immers een grote vraag naar guldens en dus een ondersteuning van de guldenkoers.

Wisselkoersbeleid

Minister Van der Stee ziet overigens ook in de kredietrestrictie een instrument om de positie van de gulden te beschermen. „Een opheffing van de kredietbeperkende maatregel zou als gevolg van de monetaire verruiming van de kapitaalmarkt en de daarbij in eerste instantie optredende neerwaartse druk op de binnenlandse rente leiden tot een vermindering van de kapitaalimport en een verzwakking van de positie van de gulden” 5).

Op deze stellingname is echter nu wel wat af te dingen. In de huidige situatie is de omvang van het kapitaalmarktberoep van het bankwezen minder omvangrijk dan van het rijk, zodat er ook minder een rente-opdrijvende invloed van uitgaat. De huidige kredietrestrictie ondersteunt de positie van de gulden dan ook lang niet in die mate als de overheids-tekorten. Deze zijn, hoe paradoxaal dit ook mag klinken, een ondersteuning voor de positie van de gulden want de overheid moet, gezien de omvang van de tekorten, een zeker rente-écart met het buitenland in stand houden.

Korte rente

Er zijn echter betere instrumenten dan de lange rente, om de positie van de gulden veilig te stellen. In het kader van het geldmarktbeleid beschikt DNB over een goed instrumentarium om de korte rente te beïnvloeden, waarmee veel effectiever de wisselkoerspolitiek kan worden bedreven. De geldmarkt vertoont een structureel tekort. In zo'n situatie zijn de banken gedwongen een beroep

te doen op de kredietfaciliteiten van DNB. DNB kan dan de tarieven op de geldmarkt beïnvloeden door de prijs (= rente) die zij de banken hiervoor in rekening brengt (voorschotrente), alsmede door hantering van ruimte/prijsinstrumenten, zoals speciale beleningen, valutaswaps en contingentomvang.

Het beleid van DNB is erop gericht een bepaald verschil tussen de Nederlandse en de buitenlandse (m.n. Duitse) korte rente in stand te houden, opdat de positie van de gulden (vooral de koppeling aan de DM) wordt veilig gesteld. Op deze manier is niet zozeer de omvang van het geldmarkttekort bepalend voor de hoogte van de korte rente, maar veeleer de valutaire positie. Immers, een geldmarkttekort van f. 3 mrd. kan samengaan met een rente zowel van 5% als van 10%. Dit wordt geheel bepaald door de hoogte van de rente in het buitenland, én het door DNB noodzakelijk geachte rente-écart.

Gulden

De positie van de gulden in het EMS is gedurende het grootste deel van 1980 vrij sterk geweest. Vanaf medio augustus is de gulden zelfs een van de sterkste valuta in het EMS geworden. Deze sterke positie dankt de gulden aan de verslechterde betalingsbalanspositie van West-Duitsland, en de relatief gunstige betalingsbalans van ons eigen land, terwijl ook het relatief grote rente-écart met West-Duitsland een belangrijke rol heeft gespeeld. Deze factoren zullen waarschijnlijk ook wel in de nabije toekomst in het voordeel van de gulden blijven werken.

„In augustus daalden de geldmarkt-tarieven over de gehele linie opnieuw beneden de voorschotrente in verband met de groeiende overtuiging bij marktpartijen dat de Bank spoedig tot een verdere discontoverlaging zou overgaan” 6). Deze groeiende overtuiging was gebaseerd op de sterke guldenpositie, die naar de mening van de marktpartijen een vermindering van het rente-écart met West-Duitsland mogelijk maakte. Er gebeurde echter niets: DNB was kennelijk beducht voor de in de VS optredende rentestijging. De geldmarkt-tarieven liepen weer op tot de voorschotrente en gingen daar zelfs iets boven uit. DNB volgde op 22 september de renteverlaging in Duitsland met een discontoverlaging en de geldmarkt-tarieven zakten overeenkomstig, maar bleven boven de voorschotrente hangen.

3) Tweede Kamer, zitting 1980-1981, 16 400, hoofdstuk IX-B, nr. 7.

4) Eerste Kamer, zitting 1978-1979, 15 300, IX-A, IX-B, IX-H, nr. 83a.

5) Tweede Kamer, zitting 1979-1980, Aanhangel, nr. 1348.

6) DNB, *Kwartalbericht*, nr. 2, 1980, blz. 34/35.

Dat was wat merkwaardig, daar de sterke positie van de gulden tegenover de D-mark géén rentestijging van belang rechtvaardigde. DNB probeerde de geldmarktrente dan ook dichter in de buurt van de voorschotrente te brengen, door op 29 september een zéér ruim bemeten speciale belening (f. 1,6 mrd.) toe te wijzen. De D-mark zakte onder invloed van de verslechterde betalingsbalanspositie verder weg ten opzichte van de dollar en de gulden. Dit noodzaakte DNB uiteindelijk om met ingang van 21 oktober haar officiële tarieven, los van West-Duitsland, met een half procent te verlagen. Naar verwachting zal deze beperkte renteverlaging de positie van de gulden niet sterk aantasten: een discontoverlaging is in het recente verleden al vaker opgevat als een teken van valutaire sterkte.

Ten slotte

Zoals hierboven is aangegeven is de rente-ontwikkeling in het buitenland bepalend voor ons rentebeeld: dit geldt zowel voor de korte als de lange rente. Het binnenlandse beleid is echter wel in staat deze externe ontwikkelingen af te zwakken, dan wel te versterken. Bij de lange rente is daarbij m.n. de financieringssituatie van het rijk van belang, alsmede het valutabeleid. Bij de korte rente is het valutabeleid de belangrijkste factor.

Ervan uitgaande dat de rente in het buitenland enige daling zal gaan vertonen, is te hopen dat binnenlandse beleidsoverwegingen een dergelijke daling niet zullen dwarsbomen. Immers, in de huidige conjuncturele situatie is enige rentedaling géén overbodige luxe. Ook in verband met de structurele problemen van het bedrijfsleven is een rentedaling welkom. De aanzienlijke stijging van de gecorrigeerde arbeidsinkomensquote van de laatste jaren houdt in dat het complement, de kapitaalinkomensquote (kiq) sterk is teruggelopen. Deze quote geeft een indruk van de winstgevendheid van bedrijven. De daling van de winstgevendheid krijgt nog meer accent als men bedenkt dat in de loop der jaren het belang van de rentecomponent in de kiq sterk is toegenomen onder invloed van de verslechterde financieringsstructuur en de gestegen rente.

De guldenpositie is echter zeer sterk, en maakt een verdere inkrimping van het écart in de korte rente mogelijk. Het voornemen van de overheid het financieringstekort als percentage van het nationale inkomen terug te dringen wijst evenmin naar een vergroting van het écart in de lange rente, een écart dat nu al vrij groot is. Zou de kredietrestrictie in 1981 gecontinueerd worden, dan is te hopen dat ook hiervan geen renteverhogende effecten zullen uitgaan.

R. A. R. van den Bosch