

# De internationale rentestijging

**De internationale rente stijgt. Sinds het eerste kwartaal van 1988 liep zowel de geldmarktrente als – zij het in mindere mate – die op de kapitaalmarkt in de Verenigde Staten op. Vanaf juni toonden ook de Duitse en de Nederlandse geldmarktrente een stijging. In deze beschouwing wordt op de internationale rentestijging nader ingegaan en worden enkele implicaties voor Nederland gezien.**

**DR. A. SZÁSZ\***

## Verruiming verminderd

De gezamenlijke monetaire autoriteiten hebben op de scherpe daling van de aandelenkoersen in het najaar van 1987 gereageerd met een monetaire verruiming. Die onderbrak de stijgende tendens van de rente en heeft er mogelijk toe bijgedragen een internationale recessie te voorkomen. De economische groei bleek veel sterker te zijn dan was voorzien, zoals blijkt uit een vergelijking van de OESO-ramingen van eind 1987 en eind 1988 (zie tabel).

De veel sterkere groei in 1988 dan was verwacht – een stijging naar 4% in plaats van een daling naar 1,75% – was in een aantal landen voor de monetaire autoriteiten aanleiding om te trachten de eerder toegelaten monetaire verruiming ongedaan te maken. Aangezien de situatie daarbij van land tot land uiteenliep is het gewenst de belangrijkste landen afzonderlijk te bezien.

## Verenigde Staten

Duidelijk lagen de argumenten voor verkrapping in de Verenigde Staten. De VS gingen ondanks de val in de aandelenkoersen 1988 in met een veel sterkere groei dan verwacht. Dit was mede het gevolg van een zeer sterke exportgroei onder invloed van een gedeprecieerde dollar. De bezettingsgraad in het afgelopen jaar liep verder op tot 84,5% in de verwerkende industrie, de werkloosheid bedroeg 5,5%. Dit zijn percentages waarbij de capaciteitsgrenzen zijn bereikt. De inflatoire risico's zijn daarmee toegenomen. De noodzakelijke vermindering van het omvangrijke tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans – rond \$ 130 miljard – kan slechts tot stand komen als daartoe in het binnenland produktiekrachten worden vrijgemaakt. Aangezien een verdere vermindering van het financieringstekort van de overheid op zich laat wachten (het zal

volgens OESO-ramingen in het lopende fiscale jaar naar verwachting voor de derde keer rond \$ 150 miljard bedragen) rust een des te zwaardere taak op het monetaire beleid. De autoriteiten hebben dan ook de monetaire verhoudingen verkrapt. De geldgroei over het gehele jaar 1988 zou naar schatting rond 6% hebben bedragen, meer dan de reële groei (4%) maar minder dan de nominale. Zo werden tegenkrachten opgeroepen tegen de prijsstijging (ook rond 4%) en het betalingsbalanstekort. De verkrapping kwam tot uitdrukking in een stijging van de geldmarktrente van ruim 7,5% eind 1987 naar rond 9,5% een jaar later. Hierbij kan worden aangetekend dat van een echt krap monetair beleid niet kan worden gesproken. Men moet bedenken dat die 6% geldgroei datgene is wat overbleef na een liquiditeitsafvloeiing naar het buitenland die mogelijk 2 tot 3% van de geldhoeveelheid bedroeg (eerste halfjaar op jaarbasis), zodat de binnenlandse geldcreatie die werd toegelaten eerder 8 tot 9% bedroeg.

## Verenigd Koninkrijk

Ook in het Verenigd Koninkrijk, waar de regering nog in het voorjaar overging tot een belastingverlaging, is sprake van een sterke economische groei (in 1988 4,5%), en bovendien van een toenemende inflatie. De regering ziet hierin geen aanleiding tot budgettaire verkrapping met als argument, dat de overheidsfinanciën in evenwicht zijn. De afremming van de overbesteding, tot uitdrukking komend in een oplopend tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans (in 1989 naar de OESO verwacht 3% van het bnp) en een inflatie die zou kunnen oplopen tot 7%, rust daarom ook hier geheel op het monetaire beleid. Dit komt tot uitdrukking in een stijging van de geldmarktrente van rond 8,5% eind 1987 tot 13% een jaar later. Het beeld van sterke verkrapping dat dit geeft wordt enigszins tegengesproken door de groei van de diverse in Engeland gehanteerde geldbegrippen die varieerde van 8 tot 20%!

## Bondsrepubliek Duitsland

Anders dan in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk is de prijsstijging in de Bondsrepubliek gering en kan nog niet worden gesteld dat de capaciteitsgrenzen dreigen te worden overschreden. Het is daarom nuttig om de Duitse argumenten voor een minder meegeevende monetaire politiek nog eens samen te vatten:

Tabel. Raming volumegroei bnp/bbp OESO-landen

	1987	1988	1989
December 1987 <sup>a</sup>	2,5	1,75	2
December 1988 <sup>b</sup>	3,3	4	3,25

a. OESO, *Economic outlook*, december 1987.

b. OESO, *Economic outlook*, december 1988.

\*De auteur is directeur van De Nederlandsche Bank NV.

- de Duitse economische groei was in 1988 aanzienlijk sterker dan verwacht: het volume van het bnp groeide met 3,5%, de binnenlandse bestedingen namen toe met 4%;
- voor het derde achtereenvolgende jaar overtrof de geldgroei (rond 7%) de doelstelling (3 - 6%), waarmee de liquiditeitsverhoudingen opnieuw werden verruimd;
- in voorgaande jaren waren er goede redenen om te aannemen dat de geldgroei de doelstellingen overtrof. De capaciteitsbenutting was toen lager. Zolang van de dalende dollarkoers en de dalende grondstoffenprijzen een dempend effect uitging op het Duitse prijspeil was ook daardoor het inflatierisico gering. Bovendien was tot 1988 de geldgroei (vrijwel) geheel toe te schrijven aan liquiditeitstoevoer uit het buitenland, die bij verkrappen de maatregelen alleen maar zou toenemen. Dit alles veranderde in 1988. Van het buitenland ging geen dempend effect meer uit: de naar handel gewogen koers van de D-mark daalde in 1988 met rond 4%, vooral door depreciatie tegenover de Amerikaanse en Canadese dollar, het pond sterling en de peseta. De binnenlandse liquiditeitscreatie liep scherp op. De capaciteitsgrenzen kwamen in zicht.

Onder deze omstandigheden waren de Duitse monetair autoriteiten van oordeel dat zij het monetaire beleid moesten gebruiken om een verdere daling van de wisselkoers te voorkomen en dat zij een hogere prioriteit moesten gaan geven aan beheersing van de geldgroei. Weliswaar kan - ondanks een oplopen van de prijsstijging - van inflatie (nog) niet worden gesproken, maar in de Duitse visie dient de geldgroei niet eerst te worden beheerst als zich inflatie manifesteert<sup>1</sup>. Ten aanzien van de omvang van de rentestijging, die enigszins werd vertekend door een jaar-ultimo-effect dat in 1988 sterker was dan een jaar eerder, streefden de monetaire autoriteiten naar enige matiging door tegelijk met de verhoging van de Lombardrente in december een beleningstarief aan te kondigen van 5%, 1,25% hoger dan voordat de rentestijging in de zomer begon maar lager dan de marktrente van dat moment. Ook maakten zij voor 1989 een monetaire doelstelling bekend die een geldgroei impliceerde in de orde van 5%, hetgeen bij de verwachte economische groei en prijsontwikkeling geen verdere verruiming zou betekenen maar ook geen verkrapping van de monetaire verhoudingen.

## De rol van de monetaire politiek

Zo werd de industriële wereld in 1988 gekenmerkt door een veel sterkere economische groei dan werd verwacht en door een minder meegevende monetaire politiek zodat de internationale rente steeg. De achtergrond van die rentestijging liep uiteen. In de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk waren de capaciteitsgrenzen bereikt en nam de inflatie dan wel het inflatierisico toe, terwijl de lopende rekening van de betalingsbalans omvangrijke tekorten vertoonde. In deze landen werd gestreefd naar monetaire verkrapping om aldus tegenkrachten op te roepen die tot evenwichtsherstel zouden bijdragen. De enige kritiek die men kan hebben is de onevenredige last die daarbij op het monetaire beleid wordt gelegd.

In de Bondsrepubliek Duitsland is het nog geenszins over. De monetaire autoriteiten willen dat kennelijk zo houden, niet door monetaire verkrapping maar door de effectieve wisselkoers te stabiliseren en door verdere verruiming te voorkomen. De rentestijging waarmee dit gepaard ging heeft geleid tot rentestijging in het gehele Europese monetaire stelsel. Dat geldt zowel voor een land als Italië met een sterke expansie, een tamelijk hoge en oplopende

inflatie en een betalingsbalanstekort, als voor Frankrijk dat met het terugbrengen van de inflatie veel verder is gevorderd. Dat de rente in het gehele EMS - en evenzeer in niet-EMS-landen als Zwitserland en Oostenrijk die hun wisselkoers op de D-mark oriënteren - wordt bepaald door de Duitse rentebeslissingen is niet overal welkom maar vloeit voort uit Duitslands rol als stabiliteitsanker in het stelsel.

Men kan sommige kanten van de internationale rentestijging betreuren. In de eerste plaats moet daarbij worden gedacht aan de schuldenproblematiek. Bij een uitstaande externe schuld van probleemlanden in de orde van \$ 700 miljard betekent ieder procent rentestijging op termijn een additionele rentelast van \$ 7 miljard per jaar. Maar daar staat tegenover dat de sterke economische groei in de industriële landen die aanleiding was tot de rentestijging bijdroeg tot de export van de schuldenlanden en daarmee tot verlichting van het schuldenprobleem.

Daarnaast noemt het OESO-secretariaat als risico van een verdere rentestijging een afzakken van de investeringen en daarmee van de capaciteitsgroei (waarbij moet worden bedacht dat vooral de grote investeringsactiviteit leidde tot de sterke economische groei) en eventuele negatieve effecten voor kwetsbare sectoren van de financiële markten<sup>2</sup>. Maar ook het OESO-secretariaat ziet de noodzaak van een beleid dat voorkomt dat de inflatie terugkeert. Daarbij ziet het niet zozeer het gevaar van een spectaculaire opleving als wel van een ontwikkeling die vergelijkbaar is met de 'sluipende inflatie' aan het eind van de jaren zestig en het begin van de jaren zeventig: een situatie waarbij inflatoire krachten greep krijgen op het stelsel en zich uiten in een langzame maar cumulatieve versnelling. "Gegeven de moeite en kosten om zulke krachten weer uit het stelsel te wringen is er behoefte aan bijzondere waakzaamheid om te voorkomen dat zij er greep op krijgen - dit te meer omdat iedere versnelling zou komen bovenop een OESO gemiddelde dat toch al 4% bedraagt"<sup>3</sup>.

Men mag aannemen dat deze visie door de monetaire autoriteiten wordt gedeeld. Trouwens, zelfs als dat niet zo was, en het monetaire beleid aan het tengeren van rentestijging voorrang zou willen geven boven beheersing van de geldgroei ter voorkoming van inflatie, dan is hoogst twijfelachtig of rentestijging anders dan kortstondig zou kunnen worden voorkomen. Het is opvallend dat de lange rente overal bij de gestegen geldmarktrente is achtergebleven zodat de curve van de rentestructuur vlakker is geworden. De relatief lage lange rente wijst erop dat de markt de inflatoire risico's nog niet hoog aanslaat. Zouden de autoriteiten de indruk wekken dat beheersing van de geldgroei niet wordt nagestreefd dan zou dat kunnen veranderen en wordt stijging ook van de lange rente waarschijnlijker. En met toenemende inflatieverwachtingen worden grotere doses van de onappetijtelijke remedie vereist.

1. Met de woorden van Bundesbank-president Pöhl tijdens de persconferentie op 15 december 1988 waarin hij de verhoging van de voorschotrente en de monetaire doelstellingen voor 1989 aankondigde: "In andere landen zien we waartoe het leidt als men te laat begint de teugels aan te trekken. Dan moet men ze achteraf des te sterker spannen. Dat willen we verhinderen door tijdig wat tegenstuur te geven. Het argument dat het huidige inflatietempo toch heel bevredigend is en geen reden is voor een wat minder expansieve monetaire politiek is heel oppervlakkig. Want wanneer de prijzen eenmaal echt in beweging zijn gekomen is het te laat..... Slechts op deze manier kunnen we vermijden dat we later met de 'voorhamer' moeten reageren..... Met deze politiek remmen we de economische groei beslist niet af. Veeleer dragen we misschien bij tot verlenging van de opgaande conjunctuur, te meer omdat het effect van onze maatregel op de lange rente eerder positief is..... Een centrale-bankpolitiek die voorkomt dat inflatieverwachtingen ontstaan is derhalve de beste bijdrage tot relatief lage rentes op de kapitaalmarkt". Deutsche Bundesbank, *Auszüge aus Presseartikeln*, nr. 92, 19 december 1988.

2. OESO, *Economic outlook*, december 1988, blz. xi.

3. OESO, op. cit., blz. x.

## De Nederlandse geldmarktrente

Aan de sterk meevallende economische groei in de industriële wereld nam ook Nederland deel. De internationale rentestijging waarmee de groei gepaard ging was ook bepalend voor de Nederlandse geldmarktrente. Met name de Duitse rente-ontwikkeling was voor ons land van belang. Daarmee is niet gezegd dat Nederland iedere rentebeweging in Duitsland mechanisch zou volgen. Uit bijgaande figuur blijkt dat weliswaar onze geldmarktrente nooit te zeer van de Duitse afwijkt en daar de afgelopen jaren steeds boven lag, maar ook dat het renteverskil tussen beide landen in de loop der jaren niet onbelangrijke fluctuaties vertoonde. De ruimte die Nederland daarbij heeft wordt vooral bepaald door de ontwikkeling op de valutamarkt: zij is groter naarmate het vertrouwen in de gulden sterker is.

Nadat het renteverskil midden 1987 was opgelopen tot ruim 1,5% liep het in de daaropvolgende anderhalf jaar sterk terug. Tot de zomer van 1988 liep Nederland voor bij de rentedaling, daartoe in staat gesteld door een sterke gulden die boven de spilkoers met de D-mark lag. Daarna volgde het de Duitse rentestijging met vertraging, waarbij onze rente zich enigszins aan de stijging kon onttrekken die in Duitsland door de jaarultimo werd veroorzaakt en door de Bundesbank – anders dan eind 1987 – bewust werd toegelaten<sup>4</sup>.

De terughoudendheid van de Nederlandsche Bank bij de verhoging van haar officiële tarieven kwam tot uitdrukking in de extra opslag van een half procent die de banken sinds medio juli op het promessedisconto legden bij de berekening van hun debetrentes. Voor de ruimte die het Nederlandse rentebeleid heeft is ook de Nederlandse geldgroei van belang. Deze was bijzonder sterk: in de laatstbekende 12-maandsperiode niet minder dan 11,5%. Weliswaar is na het midden van het jaar door het wegvallen van tijdelijke factoren<sup>5</sup> de geldgroei enigszins afgezwakt, maar hij blijft uitgaan boven hetgeen vereist is zelfs voor een aanzienlijk groeitempo.

## Conclusies

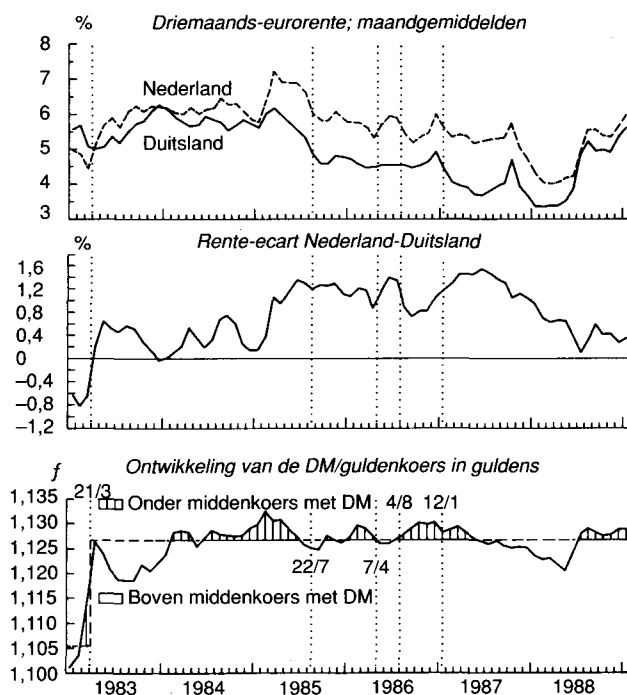
De economische groei in de OESO-landen overtrof dit jaar alle verwachtingen: in plaats van te verminderen tot 1,75 procent, zoals een jaar geleden verwacht, nam hij toe tot 4 procent.

Met die groei namen ook de inflatoire risico's in de wereld toe. Voor de monetaire autoriteiten, die op de koersval van aandelen in oktober 1987 hebben gereageerd door een verruimend beleid, reden om sinds het voorjaar c.q. de zomer 1988 een minder meegevend beleid te voeren. Dit kwam tot uitdrukking in een oplopen van de internationale rente.

In Amerika en Engeland is het bereiken van capaciteitsgrenzen, het tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans en de dreigende of al optredende versnelling van de inflatie aanleiding voor monetaire verkrapting. Voor Duitsland is het nog niet zo ver, en de autoriteiten willen dat zo houden. Ook daar is de economische groei sterker dan verwacht. De geldgroei overtreft voor het derde achtereenvolgende jaar de verwachtingen. Hier streven de autoriteiten niet zozeer naar een verkrapting, maar zij willen een verdere verruiming vermijden en een verdere wisselkoersdepreciatie voorkomen.

De internationale rentestijging waarmee dit gepaard gaat is ook voor de Nederlandse geldmarktrente bepalend. Ook in Nederland is de economische groei sterker dan verwacht. Ook bij ons is de geldgroei sterk, veel meer dan zelfs voor een sterke economische groei nodig is. De inflatie is

Figuur. Ontwikkeling geldmarktrentes, rente-ecart Nederland-Duitsland en ontwikkeling van de DM/guldenkoers in gulden



nog steeds laag, maar er is alle reden om bij het tempo van de geldgroei de vinger aan de pols te houden en om de internationale rentestijging te volgen.

A. Szász

4. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, nr. 40, 12 december 1988, blz. 9.

5. De Nederlandsche Bank, Kwartaalbericht 1988/3, blz. 8-9.