

Duitse rente kan fors omlaag

Smachtend en reikhalzend kijkt Europa uit naar het moment dat in Duitsland de rente verder omlaag zou kunnen. Maar voorlopig lijken de ontwikkelingen van de Duitse inflatie en geldgroei nog een forse verlaging van de Duitse rente te verhinderen. Zo deed de Bundesbank vorige week met een verlaging van de beleeningsrente van 0,15 procentpunt niet meer dan een kleine concessie.

In het navolgende wordt betoogd dat de vooruitzichten voor de geldgroei en inflatie echter minder slecht zijn dan ze op het eerste gezicht lijken. Zodoende zou er zelfs al op korte termijn sprake kunnen zijn van een substantiële verlaging van de officiële rentetarieven in Duitsland. Voorts is er gezien de ernst van de recessie zoals die zich op dit moment in Duitsland openbaart, geen enkele aanleiding om pessimistisch te zijn over het Duitse rentebeeld. Daarbij hoeft een niveau van 6%, zoals door Bundesbankpresident Schlesinger genoemd, beslist niet uitgesloten te worden.

Bundesbank en Europa

Aan het begin van 1993 lijkt het lot van de verschillende Europese economieën en beurzen meer dan ooit te liggen in handen van de Bundesbank en doet iedereen verwoede pogingen het beleid van 's werelds meest onafhankelijke centrale bank te voorspellen. Alom is de gedachte dat alleen een verdere verlaging van de Duitse rente de Continentaal Europese economieën voor een ernstige recessie kan behoeden. Niet opnieuw met een kwart of een half procentpuntje, maar een forse verlaging van één tot anderhalf procentpunt zou daarvoor nodig zijn.

Een renteverlaging zou ook helpen om de Franse frank binnen het EMS

wat lucht te geven. Mocht de Franse frank niet weten stand te houden, dan is daarmee waarschijnlijk ook het einde van het EMS getekend.

Internationale organisaties zoals de OESO en het IMF roepen op tot een renteverlaging. Maar tot nu toe lijken alle oproepen tegen doveman-soren gericht en worden verwachtingen over verdere renteverlagingen keer op keer door tegenvallende inflatie- en geldgroei cijfers de grond in geboord.

In december bedroeg de inflatie in West-Duitsland 3,8%, terwijl de Bundesbank voor de langere termijn een inflatiedoelstelling van maximaal 2% hanteert. In het tweede halfjaar van 1992 blijkt de Duitse inflatie helemaal niet te zijn vertraagd. In juli bedroeg de Duitse inflatie nog 3,3%. De geldgroei (M3) bedroeg in november 9,3%, in oktober zelfs 10,4%, het hoogste niveau in 1992, en in beide gevallen ruim boven de daarvoor door de Bundesbank gestelde doelstellingszone van 3,5-5,5%. Zo bezien lijkt het moment dat de Duitse rente omlaag kan wellicht verder weg dan ooit. Toch zijn er argumenten die ervoor pleiten dat de Bundesbank al op korte termijn tot een forse verlaging van haar officiële rentetarieven zou kunnen overgaan.

Geldgroei norm vertekend

De Duitse geldgroei cijfers deden in 1992 veel stof opwaaien. Daarbij gaf vooral de doelstelling die de Duitse centrale bank in 1992 voor de ontwikkeling van de geldgroei hanteerde, volgens velen te laag, aanleiding tot discussie. Vooralsnog ziet het er echter naar uit dat we in 1993 verstoeken zullen blijven van een geldgroei die voortdurend zijn doelstellingszone overschrijdt.

Daar liggen twee redenen aan ten grondslag. In de eerste plaats heeft de Bundesbank de geldgroei doelstelling voor dit jaar met 1 procentpunt opgehoogd tot 4,5-6,5%. In de tweede plaats heeft zij nagelaten het niveau waartegen de geldgroei doelstelling in 1993 zal worden gemeten, namelijk het vierde kwartaal van 1992, te zuiveren voor het geldgroei-scheppend effect van de vele valuta-interventies van de Bundesbank in de afgelopen maanden. Berekeningen leren dat het niveau van de geldhoeveelheid in het vierde kwartaal van 1992 daardoor met ongeveer 5% opwaarts vertekend is. Zo moet het

wel heel vreemd lopen willen de Duitse geldgroei cijfers, gemeten ten opzichte van het vierde kwartaal van 1992, in 1993 opnieuw forse overschrijdingen laten zien ten opzichte van de doelstellingszone.

Diensteninflatie

Ook al zal de consumentenprijsstijging de komende maanden de 4% waarschijnlijk ruim overstijgen als gevolg van de per 1 januari j.l. doorgevoerde btw-verhoging, er zijn signalen dat de inflatiecijfers de komende maanden wellicht eerder mee dan tegen zullen vallen.

De ontwikkeling van de Duitse import- en groothandelsprijzen liet bij voorbeeld de afgelopen maanden een heel ander beeld zien. De importprijzen lagen in november 3,9% onder het niveau van een jaar geleden. De groothandelsprijzen waren in dezelfde maand 2,2% lager. Normaliter doen lagere import- en groothandelsprijzen er vele maanden over om hun vertaling te vinden in lagere consumentenprijzen.

Het verschil tussen importprijzen en consumentenprijzen zit hem vooral in de relatief afgeschermd dienstensector. Het lijkt dat het hardnekkige karakter van de inflatie in de Duitse dienstensector en vooral het feit dat de inflatie daar nog niet de minste neiging tot dalen vertoont, voor de Bundesbank op dit moment een heel belangrijke reden is om de korte rente hoog te houden. In november bedroeg de inflatie in de dienstensector 6,6%. In de door recessie geteisterde industriële sector lag de inflatie in dezelfde maand met 1,8% onder de door de Bundesbank gehanteerde doelstelling van 2%.

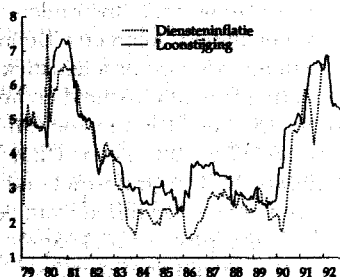
De hoge inflatie in de dienstensector kan mede door het arbeidsintensieve karakter van die sector voor een belangrijk deel worden toegeschreven aan de te hoge loonstijgingen. Uit figuur 1 blijkt dat er tussen die twee zelfs een opmerkelijk nauwkeurig verband bestaat. De diensteninflatie blijkt de loonontwikkeling met een vertraging van precies een jaar te volgen. Gegeven het feit dat de loonontwikkeling in Duitsland begin 1992 een omslag vertoonde, moet ook de diensteninflatie binnenkort omlaag gaan. Naast het argument van de geldgroei zou de Bundesbank op dat moment een tweede argument ontvallen om de rente hoog te houden.

Duitse rente naar 6%

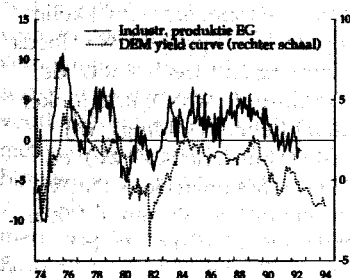
Enkele weken geleden stelde Bundesbankpresident Schlesinger dat de Duitse lange rente dit jaar tot onder de 6% zou kunnen dalen. Een verrassende uitspraak? Niet als men ervan uitgaat dat de recessie niet alleen in Duitsland maar ook in de Duitsland omringende landen aanzienlijk dieper zal zijn en langer zal duren dan vele voorspellers nu nog verwachten.

Schlesingers uitspraak impliceert dat hij verwacht dat ook de korte rente dit jaar nog fors omlaag zal gaan. Zo niet, dan zou het verschil tussen korte en lange rente dit jaar wel extreem groot worden. Met uitzondering van een korte periode ten tijde

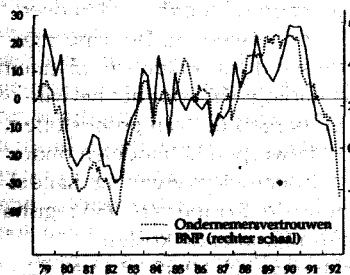
Figuur 1. Diensteninflatie (1 jaar vertraagd) en loonstijging



Figuur 2. Groei van de industriële productie EG en yieldcurve van de Duitse mark (6 kwartalen vooruit)



Figuur 3. Ondernemersvertrouwen en ontwikkeling van het bnp



van de Koeweitcrisis, heeft Europa nu al bijna vijf jaar te maken met een inverse rentestructuur. In het verleden heeft zich nog nooit een periode voorgedaan waarin de rentestructuur gedurende een zo lange tijd invers was. Figuur 2 geeft aan dat indien men aan de huidige rentestructuur voorspellende waarde zou willen toekennen, voor 1994 niet hoeft te worden gerekend op een herstel van de industriële productie in Europa.

De Duitse Sachverständigenrat, een groep van onafhankelijke economische adviseurs van de Duitse regering, raamde in november dat er in 1993 op zijn best sprake zou kunnen zijn van een groei van 0%, met tegen het einde van het jaar wellicht de mogelijkheid van herstel. Het gezaghebbende Duitse onderzoeksinstituut IFO gaat er inmiddels van uit dat er in 1993 in Duitsland sprake zal zijn van een krimp van 0,5%. En vorige week kwam het Duitse onderzoeksinstituut DIW met de alarmerende mededeling dat het bruto nationaal product in Duitsland in 1993 waarschijnlijk met 1% zal dalen. Als er niet snel een verlaging van de officiële rentetarieven komt, zou de recessie zich volgens het DIW zelfs kunnen uitstrekken tot 1994.

Zijn dit overdreven sombere verwachtingen? Nee. In het tweede kwartaal daalde het bruto binnenlands product ten opzichte van het voorgaande kwartaal in West-Duitsland met 0,4%, in het derde kwartaal met 0,5%. In 1993 zullen de verwachte verhoging van de btw-tarieven en de sociale zekerheidspremies, met een tegelijkertijd scherp oplopende werkloosheid, de ontwikkeling van de beschikbare inkomens nog meer onder druk zetten dan in 1992 het geval was. Door de sterk opgelopen arbeidskosten en de harde Duitse mark lijkt de exportsector de Duitse economie evenmin voor een recessie te kunnen behoeden.

Verder wijzen enquêtes naar het ondernemersvertrouwen in Duitsland bijna verticaal omlaag. Uit figuur 3 blijkt dat het ondernemersvertrouwen, wat in het verleden een vrij betrouwbare indicator is gebleken voor het verloop van de Duitse economie, nu een daling van het bruto binnenlands product met bijna 2% in de eerste helft van 1993 aangeeft. Daarmee zou de huidige recessie in Duitsland wat betreft haar diepgang nog maar weinig voor die in 1973-1975 of 1980-1982 onderdoen.

Conclusie

Er is alle aanleiding om in 1993 een forse verlaging van de Duitse rente te verwachten. Zo'n forse verlaging zou zelfs al op korte termijn plaats kunnen vinden. In de eerste plaats heeft de Duitse centrale bank zichzelf voor 1993 een ruimere geldgroei-norm verschaft, waardoor het zeer onwaarschijnlijk moet worden geacht dat de ontwikkeling van de geldhoeveelheid dit jaar nog een belangrijk argument zal zijn om de rente hoog te houden. Daarnaast lijkt het aannemelijk dat alleen de inflatie in de dienstensector de Bundesbank er op dit moment nog van weerhoudt om haar officiële rentetarieven omlaag te brengen. Naar verwachting zal die inflatie de komende maanden een omslag vertonen. Ten slotte zijn de vooruitzichten voor de Duitse economie buitengewoon somber. Mocht zich in 1993 voor de Duitse economie een forse mingroei aftekenen, zoals de vigerende rentestructuur en ondernemersverwachtingen indiceren, dan zal de Bundesbank dit niet zonder meer over haar kant kunnen laten gaan.

Leendert Meijaard

De auteur is werkzaam op de afdeling macro-economie van het Institute for Research and Investment Services, een gezamenlijke onderneming van Rabobank en Robeco Groep.