

De rente in 1980

DRS. CHR. BRANDSMA*
DRS. TH. H. KAUFFMAN*

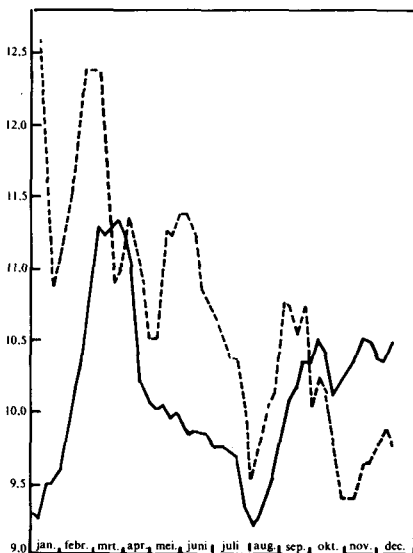
Een terugblik

Het renteverloop op de binnenlandse kapitaalmarkt vertoonde in 1980 een grillig beeld. In het eerste kwartaal liepen de tarieven voor langlopende staatsobligaties met ruim twee procentpunten op tot nagenoeg $11\frac{1}{2}\%$. Begin april zette zich een rentedaling in welke in de maand augustus tot stilstand kwam op een niveau van even boven de 9%. Vervolgens begonnen de tarieven wederom op te lopen tot een peil van $10\frac{1}{2}\%$. In het laatste kwartaal van 1980 fluctueerde de lange rente grotendeels tussen de $10\frac{1}{4}\%$ en de $10\frac{1}{2}\%$. In tegenstelling tot de situatie op de kapitaalmarkt was het renteverloop op de binnenlandse geldmarkt neerwaarts gericht. Tekenend voor deze rentebeweging was het feit dat De Nederlandsche Bank vanaf medio het jaar vier maal in staat was haar officiële tarieven te verlagen met elke keer een half procentpunt.

Als gevolg van de tegengestelde renteontwikkeling op de binnenlandse geld- en kapitaalmarkt werd de reeds geruime tijd bestaande inverse rentestructuur ultimo september 1980 beëindigd. Sinds die tijd fluctueren de geldmarkttarieven in ons land weer op een lager niveau dan die op de kapitaalmarkt. De beweging van zowel de korte als de lange rente heeft zich in 1980 als volgt voltrokken (zie figuur 1).

De oorzaak van het sterk wisselend

Figuur 1. Verloop korte en lange rente, 1980



— 3 langlopende aflosbare staatsleningen Nederland

- - - 3-maands kasgeldtarief aan de lagere overheid Nederland

renteverloop op de binnenlandse kapitaalmarkt in het voorbije jaar moet in belangrijke mate worden gezocht in het grillige en in zekere mate onvoorspelbare verloop van de Amerikaanse rentetarieven, dat een sterk versturende factor is geweest voor een normale renteontwikkeling in Nederland en andere industrielanden. Immers, op grond van de afne-

mende economische bedrijvigheid behoren de rentetarieven te dalen. Dat hier per saldo nauwelijks sprake van is geweest, heeft echter niet alleen te maken met de versturende invloed uit de Verenigde Staten, maar ook met de in vele landen eenzijdige hantering van het rentewapen om de inflatie te beteugelen. Daarbij komt dat de monetaire autoriteiten valutaire spanningen als gevolg van verschillen in inflatietempo en betalingsbalansonevenwichtigheden in eerste instantie volledig in de geld- en kapitaalmarkt tarieven lieten doorwerken. Ook de alom hoge financieringstekorten van de publieke sector hebben internationaal renteopdrijving in de hand gewerkt.

De gebeurtenissen op het binnenlandse rentefront in 1980 accentueren hoe afhankelijk Nederland is van het verloop van de internationale rentetarieven. Niettemin moet geconstateerd worden dat het voortduren van het relatief hoge renteniveau op de kapitaalmarkt mede tot stand is gekomen door de volgende *binnenlandse* factoren:

- een sterk oplopende inflatie;
- een zeer hoge financieringsbehoefte van de overheid;
- een tegenvallende betalingsbalansontwikkeling;
- een stringent restrictief monetair beleid.

Alvorens de vraag te beantwoorden hoe de rentetarieven in Nederland zich in de komende tijd zullen gaan ontwikkelen, zal allereerst aandacht moeten worden geschonken aan het verloop van de wereldconjunctuur en andere rentebepalende factoren. Immers, voor landen met een grote mate van economische en monetaire openheid zoals Nederland, zijn de mogelijkheden om een eigen koers te varen gering te noemen.

Geconstateerd moet worden dat de wereldconjunctuur zich momenteel in een recessie bevindt. Konden de industrielanden in de eerste helft van 1980 gezamenlijk nog een bescheiden positieve groei realiseren, in de tweede helft van 1980 laat zich daarentegen een negatieve groeivoet aanzien. Bepalend voor deze sombere ontwikkeling waren onder andere de sterke aantasting van de koopkracht als gevolg van de ruilvoetverslechtering die voortvloeide uit de doorwerking van de forse olieprijsstijging in 1979, en het aantrekken van de kredietteugels der monetaire autoriteiten om de inflatie af te remmen en/of de wisselkoersen te stabiliseren. Naar verwachting zal het hoogtepunt van deze recessie medio 1981 bereikt worden, terwijl daarna enig herstel kan optreden. Hierbij speelt de bijsturing van het overheidsbeleid in de Verenigde Staten, West-Duits-

*Hoofd afdeling Beleggingen, resp. macro-econoom van die afdeling bij de Stichting Sociaal Fonds Bouwnijverheid te Amsterdam. Het artikel is geschreven naar de stand van zaken per medio december 1980.

land en Japan een niet onbelangrijke rol. Van een krachtig herstel zal evenwel geen sprake zijn gezien de structurele problemen waarmee de industriële landen te kampen hebben, zoals hoge inflatie, een verslechtering van de ruilvoet, een onevenwichtige energiebalans, een relatief hoge rentestand, aanhoudende begrotingstekorten en een opkomend handelsprotectionisme. Door het zwakke verloop van de wereldconjunctuur is het niet uitgesloten dat het mondiale inflatietempo zal teruglopen. Ook de inkomensbeperkende maatregelen in enkele industrielanden zullen een positieve invloed uitoefenen op het inflatieverloop.

Een groot probleem in 1981 blijft de omvang van de betalingsbalanstekorten. Ondanks het zwakke conjunctuurverloop zullen de hoge tekorten als gevolg van het voorlopig voortbestaan van de afhankelijke energiesituatie en stijgende olieprijs in meer of mindere mate worden gecontinueerd. Vandaar dat het gevaar van versturende wisselkoersfluctuaties aanwezig blijft. Een en ander impliceert dat de ruimte voor een substantiële versoepeling van het internationale krapgeldbeleid voorlopig nog niet in het verschiet ligt.

Vooruitzichten

Tegen de achtergrond van voornoemde gebeurtenissen en mondiale vooruitzichten lijkt het waarschijnlijk dat de volgende elementen het meest bepalend zullen zijn voor het rentegebeuren in Nederland.

Wat betreft de binnenlandse factoren dient op de eerste plaats gewezen te worden op de situatie van 's rijks financiën. Uit de *Miljoenennota 1981* blijkt dat voorlopig sprake zal zijn van een aanhoudend hoge financieringsbehoefte van het rijk (zie tabel).

Tabel. Financieringsbehoefte van het rijk (in mrd. gulden)

	1980	1981
Saldo rijksbegroting	-12,7	-12,4
Saldo begrotingsfondsen	- 2,0	- 0,7
Financieringstekort	14,7	13,1
Aflossing staatsschuld	3,3	3,7
Financieringsbehoefte rijk	18,0	16,8
In % van het nationale inkomen	(6,3)	(5,5)

Bron: *Miljoenennota 1981*.

Genoemde cijfers uit de *Miljoenennota* zijn inmiddels achterhaald. Het financieringstekort in 1981 zal met f. 1,0 miljard toenemen als uitvloeisel van de door de regering onlangs afgekondigde partiële loonmaatregel. Verder laat het zich aanzien dat het overheidstekort in 1980 met enkele miljarden gulden zal toenemen, hetgeen consequenties zal hebben voor de financieringsbehoefte in 1981. Met andere woorden, de verslechterde vooruitzichten van 's rijks financiën geven te

kennen dat van een verminderd beroep van de overheid op de binnenlandse kapitaalmarkt geen sprake zal zijn. Het lijkt dan ook aannemelijk te stellen dat wederom een renteopdrijvende invloed zal optreden.

Als gevolg van de verwachte voortzetting van het kredietrestrictiebeleid zullen de banken hun beroep op de kapitaalmarkt niet te sterk kunnen verminderen, zodat van die sector geen sterke renteverlagende impulsen zijn te verwachten. De sector gezinnen en bedrijven daarentegen zal een voortgaand zwakke kredietvraag te zien geven als gevolg van de matige economische ontwikkeling en de sterk afgenomen investeringsgeneigdheid.

Wat betreft de aanbodzijde van kapitaal moet worden gewezen op de niet noemenswaardige verbetering van de nationale spaarquote, waardoor kapitaal invoer noodzakelijk zal blijven. Dit impliceert dat in internationaal opzicht sprake zal moeten zijn van een attractief renteniveau en vertrouwen in de nationale munt.

Van de kant van het inflatieverloop zijn de rentevoorzichten successievelijk positiever geworden. Mede als gevolg van de loonmaatregel en een geringere toeneming van de invoerkosten kan de gemiddelde inflatie in 1981 ruim één procentpunt lager uitkomen dan in 1980 het geval was, namelijk circa 5,5% versus 6,5%. Inflatiebevorderend blijven evenwel de autonome factoren (zoals huurverhoging, indirecte belastingen en aardgas) en de monetaire financiering van het begrotingstekort van de overheid.

Renteverlagende impulsen, voortvloeiende uit een ruimere geldmarktpositie, behoeven vooralsnog niet verwacht te worden. Zowel de voortgaande groei van de bankbiljettencirculatie als de ongunstig blijvende ontwikkeling van de betalingsbalans zullen de geldmarkt krap tot zeer krap houden.

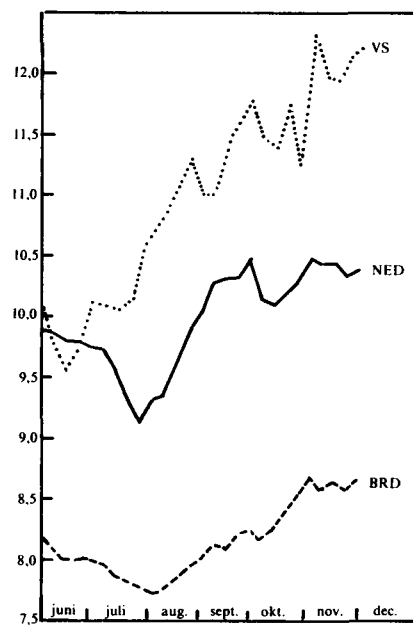
Ten aanzien van de vooruitzichten voor de lopende rekening van de betalingsbalans dient opgemerkt te worden dat ondanks de sedert enkele jaren verbeterde concurrentiepositie het effect hiervan op de uitvoer gering zal blijven in verband met de specifieke samenstelling van het Nederlandse uitvoerpakket. Verder zal in geval van een in de loop van 1981 aantrekkende binnenlandse conjunctuur de betalingsbalans in negatieve zin worden beïnvloed. Een positieve factor voor de lopende rekening is de herziening van de contracten met buitenlandse gasafnemers, de verminderde importbehoefte aan olie door het zwakke verloop van de binnenlandse volumconjunctuur en de verwachte verbetering van de dienstenbalans. Als gevolg van een en ander lijkt het waarschijnlijk dat het tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans per saldo zal kunnen verminderen van circa f. 6 mrd. in 1980 tot f. 3 mrd. in 1981. Deze ontwikkeling betekent een positieve factor voor de po-

sitie van de gulden op de internationale valutamarkt. Eveneens positief voor de externe beoordeling van de gulden is de in internationaal opzicht vrij lage inflatie in ons land. Het lijkt dan ook aannemelijk dat de huidige sterke positie van de gulden binnen het Europese Monetaire Stelsel in 1981 zal worden gehandhaafd. Dit impliceert dat de gulden een rentedaling, voortkomende uit de internationale kapitaalmarkt, niet in de weg zal staan.

Wat betreft de monetaire politiek ziet het er naar uit dat als uitvloeisel van de inflatiebestrijding, de precair blijvende financieringsbehoefte van de overheid en de deficitaire ontwikkeling van de lopende rekening van de betalingsbalans, De Nederlandsche Bank haar restrictieve beleid voorlopig zal moeten continueren, hoewel — gelet op de relatief sterke externe positie van de gulden — ruimte aanwezig is voor en zekere wijziging van de hoge-rentepolitiek.

Afwegen van het voorafgaande leidt tot de conclusie dat op grond van de *binnenlandse* ontwikkelingen de rentetarieven in 1981 een dalende tendens kunnen vertonen. Het moment en de omvang zullen in voorname mate afhangen van het internationale renteverloop.

Figuur 2. Internationale kapitaalmarktrentetarieven (staatsobligaties)



Als gevolg van het participeren van de gulden in het Europese Monetaire Stelsel en het feit dat de Duitse mark daarin een belangrijke rol vervult, zal het renteverloop bij onze belangrijkste handelspartner invloed uitoefenen op de rente in Nederland. Wat het toekomstige renteverloop in West-Duitsland betreft, kan het volgende opgemerkt worden:

- het jaar 1981 zal voor West-Duitsland qua economische groei weinig rooskleurig zijn. Hoewel het land in een betere uitgangspositie verkeert dan het

gemiddelde industrieland, zal de binnenlandse conjuncturele achteruitgang onder invloed van de externe recessieve tendensen en het restrictieve monetaire beleid zich vooralsnog voortzetten. Ter voorkoming van een langdurige economische achteruitgang zullen in 1981 enkel fiscale maatregelen in werking treden. Deze maatregelen dienen tevens om de loonstijging te beperken en aldus een lagere prijsontwikkeling te realiseren. Het spiegelbeeld van dit anticyclische begrotingsbeleid is evenwel een oplopend financieringstekort van de publieke sector van circa DM 50 mrd. in 1980 naar DM 60 mrd. in 1981;

- gegeven een gematigde loonontwikkeling en het uitblijven van externe schokken op het oliefront, zal de inflatie in 1981 mede onder invloed van de afnemende economische bedrijvigheid met circa 1,5 procentpunt kunnen teruglopen tot een niveau van 3,5 à 4%;

- hoewel door de economische teruggang het tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans in 1981 zal verminderen, blijft er toch sprake van een omvangrijke negatieve positie. Volgens de meest recente raming zal rekening moeten worden gehouden met een tekort van DM 20 à 25 mrd. tegen circa DM 30 mrd. in 1980. Debet aan het omvangrijke tekort op de lopende rekening is niet alleen de ongunstige energiebalans van West-Duitsland, die in 1980 reeds een tekort vertoende van circa DM 70 mrd., maar ook de verslechtering van de ruilvoet. Het beleid van de monetaire autoriteiten aangaande de financiering van het betalingsbalanstekort is grotendeels gericht op het stimuleren van kapitaalvoer in plaats van het interen op de deviezenvoorraad, hetgeen een belangrijke drempel voor een sterke rentedaling impliceert. Tekennend voor de hoge prioriteit die de Bundesbank toekent aan de financiering van het betalingsbalanstekort via kapitaalvoer is het feit dat zij in 1980 tot twee maal toe de invoerbelemmerende maatregelen dienaangaande verzacht heeft. Thans wordt aan niet-ingezeten toegestaan vastrentende waarden in Duitse markten te kopen met een looptijd vanaf 1 jaar;

- in 1981 zal de Bundesbank haar restrictieve monetaire beleid continueren. Het voortduren van dit beleid heeft te maken met de inflatiebestrijding. Hoewel in vergelijking met andere industrielanden sprake is van een vrij lage inflatie, bevindt deze zich volgens Duitse begrippen toch nog op een te hoog niveau (ruim 5%). Daarbij komt dat in de afgelopen maanden wel een zekere vertraging in de prijsstijging heeft plaatsgevonden, maar van een beslissende doorbraak kan nog niet worden gesproken. Dit laatste zal naar alle waarschijnlijkheid pas in de loop van 1981 gebeuren als de econo-

mische teruggang zich zal manifesteren. Het krapgeldbeleid is tevens beïnvloed door de verzwakte externe positie van de Duitse mark als gevolg van de verslechterde betalingsbalanssituatie. Hierbij moet wel opgemerkt worden dat de valutaire verzwakking mede tot stand is gekomen door de hoge-rentepolitiek van de Amerikaanse monetaire autoriteiten.

Bovenstaande tendensen geven te kennen dat de kans op een daling van de rente in de loop van de komende maanden reëel aanwezig is gezien de gunstige inflatie-ontwikkeling, de conjuncturele afzwakking en het afnemend tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans, waardoor de zwakke externe positie van de Duitse mark minder ondersteuning behoeft van de hoge-rentepolitiek en tevens minder afhankelijk wordt van het verloop van de dollarrente.

Ten aanzien van het renteverloop in de Verenigde Staten in 1981 zijn de verwachtingen vrij somber te noemen. De volgende argumenten worden daartoe aangevoerd:

- in tegenstelling tot de Westeuropese industrielanden bevindt de Amerikaanse economie zich in een periode van economische opleving, waarbij de kans op een hernieuwde tijdelijke inzinking in het eerste kwartaal aanwezig is. Van een krachtig herstel zal vervolgens geen sprake zijn gezien de conjunctuurdempende invloed die van het strakke monetaire beleid uitgaat. Ondanks de matige economische groei-vooruitzichten is een zekere opleving van de kredietvraag evenwel mogelijk;
- in de overheidsfeer zullen de fiscale maatregelen het overheidstekort hoog houden. Volgens de meest recente ramingen zal de begroting in 1981 een negatief saldo vertonen van circa \$ 40 mrd., tegen \$ 60 mrd. in het voorgaande jaar;
- hoewel het beleid van de Federal Reserve Board gericht is op het terugdringen van het inflatietempo, lijkt het onwaarschijnlijk dat een niveau van onder 10% haalbaar zal zijn in 1981. Een zwak punt in het anti-inflatiebeleid is het systeem van vrijwillige loonen prijsbeheersing in een periode van juist afnemende arbeidsproductiviteit;
- de lopende rekening van de betalingsbalans zal naar verwachting in 1981 een overschot te zien geven vanwege het zwakke conjuncturele herstel, de verbeterde ruilvoet door de sterke dollarappreciatie en de structurele toename van de dienstenbalans. De betalingsbalans van de Westeuropese landen daarentegen zal in een tekortpositie blijven verkeren. Als zodanig lijkt het aannemelijk dat de valutaire positie van de dollar minder dan voorheen ondersteuning behoeft van het rente-

Op grond van het bovenstaande wordt geconcludeerd dat de rentetarieven in de Verenigde Staten in de loop van het eerste kwartaal van 1981 een tendens tot daling zullen inzetten. Het in internationaal opzicht hoog blijvende inflatieniveau vormt een remmende factor voor een sterke daling van de kapitaalmarkt-tarieven. De tarieven op de geldmarkt daarentegen kunnen een scherpere daling vertonen, die mede mogelijk gemaakt wordt door de verbeterde valutaire positie van de dollar en het gunstige verloop van de betalingsbalans.

Slotconclusie

De interne en externe rentebepalende factoren geven te kennen dat de tarieven op de Nederlandse kapitaalmarkt in 1981 in beginsel neerwaarts gericht zullen zijn. Een forse daling kan naar verwachting slechts optreden onder invloed van een eveneens forse neergang van de internationale rente. Voorshands wordt daarop niet gerekend.

Chr. Brandsma
Th. H. Kauffman