



De rente in 1982

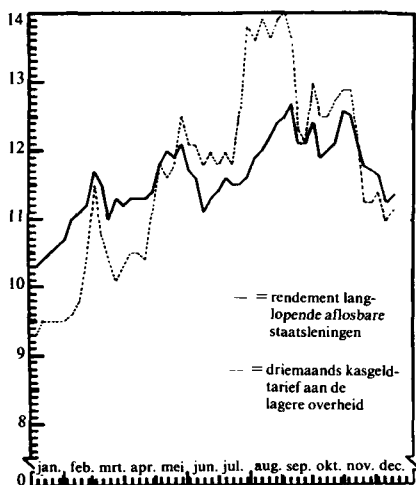
DRS. CHR. BRANDSMA — DRS. TH. H. KAUFFMAN*

Terugblik

Het renteverloop op de binnenlandse geld- en kapitaalmarkt was in 1981 zeer hectisch en per saldo opwaarts gericht. In de eerste acht maanden liepen de rentetarieven wat betreft de langlopende aflosbare staatsleningen met bijna $2\frac{1}{2}$ procentpunten op tot nagenoeg $12\frac{3}{4}\%$. Begin september begonnen de tarieven zich in neerwaartse richting te bewegen. Deze tendens werd door een kortstondige rentestijging in de maand oktober onderbroken. In de maand december belandde de rente op een niveau van even onder de $11\frac{1}{2}\%$.

Ook op de binnenlandse geldmarkt was in 1981 grotendeels sprake van een opwaarts gericht renteverloop. De zeer forse stijging van de korte-rentetarieven leidde er toe dat in de maand mei een inverse rentestructuur op de binnenlandse markt ontstond. Pas in de loop van de maand november kwam aan deze situatie een einde. Tekenend voor de sterke stijging van de geldmarktrentetarieven was het feit dat het bankwezen in de periode van opwaartse druk de extra opslag op de rente voor rekening-courantkrediet moest verhogen tot een niveau van maar liefst $3\frac{1}{2}\%$. Hier staat tegenover dat de Nederlandse Bank de officiële tarieven in 1981 slechts éénmaal

Figuur 1. Verloop korte en lange rente in 1981



verhoogde. De beweging van de korte en de lange rente wordt in figuur 1 weergegeven.

De Nederlandse overheid is voor de financiering van haar grote begrotingstekort mede van het buitenland afhankelijk, zodat het in stand houden van een in internationaal opzicht attractief renteniveau gewenst is. Zeer sterk bepalend voor het oplopen der binnenlandse rentetarieven was uit dien hoofde de hernieuwde stijging van de dollar-rentetarieven als gevolg van het onverwacht extra aantrekken van de kredietteugels door de Amerikaanse monetaire autoriteiten, en de mededeling dat zij voortaan uitsluitend in uitzonderlijke situaties wensten te interveniëren ten behoeve van het koersverloop van de dollar.

De sterke stijging van de dollarrente leidde er toe dat de Nederlandsche Bank frequent op de valutamarkt moest interveniëren om de positie van de gulden binnen het Europese Monetaire Stelsel veilig te stellen. Deze valuta-interventies hebben een geldmarktverkrappend effect, hetgeen een opwaartse druk op de korte- maar ook op de lange-rentetarieven tot gevolg heeft. Dit laatste doet zich met name voor wanneer de geldmarktrentetarieven boven die van de kapitaalmarkt zijn komen te liggen (inverse rentestructuur).

Naast de bovenstaande waren ook de volgende binnenlandse factoren van invloed op het stijgend verloop van de lange rentetarieven in de afgelopen tijd:

- de perikelen rond de kabinetsformatie;
- het begrotingstekort voor 1981, groter nog dan aanvankelijk was geraamd;
- een stringent restrictief monetair beleid.

De omslag in het renteverloop op de binnenlandse geld- en kapitaalmarkt in de maand september werd voornamelijk bepaald door ontwikkelingen op de valutamarkt. Immers, de dalende dollarrente als gevolg van de economische situatie in de Verenigde Staten veroorzaakte een zodanige positieversterking van de gulden in het Europese Monetaire Stelsel dat deze geen ondersteuning meer behoeft van de deviezenafgifte van de Nederlandsche Bank. Begin oktober werd deze rentetendens versterkt door de opwaar-

dering van de gulden (samen met de Duitse mark) met $5\frac{1}{2}\%$ ten opzichte van de overige valuta's van het Europese Monetaire Stelsel.

De gebeurtenissen op het binnenlandse rentefront in 1981 accentueren hoe afhankelijk Nederland is van het verloop van de internationale rentetarieven. Deze afhankelijkheid wordt in beginsel veroorzaakt door een grote mate van economische en monetaire openheid. Tevens gold dat bij een dalende binnenlandse spaarquote (de besparingen uitgedrukt in procenten van het nationale inkomen) en een oplopende tekortpositie van de overheid de behoefte aan buitenlandse kapitaalmiddelen toenam. Deze omstandigheid impliceerde dat voor een bestendiging van dit buitenlandse aanbod een onverminderd sterke guldenpositie op de valutamarkt een eerste vereiste was, met alle gevolgen van dien voor het rentegebeuren.

Vooruitzichten

Bovengenoemde elementen komen in belangrijke mate opnieuw naar voren bij de vraag hoe de rente in ons land zich in de loop van 1982 zal gaan ontwikkelen.

Wat betreft de binnenlandse factoren dient eerst te worden gewezen op de situatie van 's Rijks financiën. Uit de nota *Beleidsbijstelling begroting 1982* en de jongste ramingen van het Centraal Planbureau blijkt dat van een afnemende financieringsbehoefte van de overheid in 1982 geen sprake zal zijn (zie de tabel).

Tabel. Financieringsbehoefte van de overheid (in mrd. gld.)

	1981	1982
Financieringstekort	23,3	23,3
Aflossing staatsschuld	3,7	4,0
Financieringsbehoefte	27,0	27,3
Financieringstekort in % van het nationale inkomen ...	$7\frac{1}{2}$	7

In de raming voor 1982 is onvoldoende rekening gehouden met budgettaire tegenvallers die zich dreigen te manifesteren als gevolg van onder meer de trage economische groei. Voorts wordt in vergelijking met 1981 een aantal posten buiten de begroting gehouden, zoals uitgaven ten behoeve van de Maatschappij voor Industriële Projecten ad f. 330 miljoen, extra uitgaven voor de woningbouw ad f. 375 miljoen en isolatiemaatregelen ad f. 250 miljoen. Voor deze posten moet buiten de begroting om een beroep wor-

* Hoofd afdeling Beleggingen respectievelijk macro-econoom van die afdeling bij de Stichting Sociaal Fonds Bouwnijverheid te Amsterdam. Het artikel is geschreven à titres personnels, naar de stand van zaken medio 1981.

den gedaan op de kapitaalmarkt. Dit geldt eveneens voor de investeringen in de sociale woningbouw die in 1982 ruim f. 3 miljard zullen bedragen. Als zodanig mag aangenomen worden dat op basis van de opstelling van 1981 de bruto-financieringsbehoefte van de overheid (bij ongewijzigd beleid) boven de f. 30 miljard terecht zal komen.

Een lichtpuntje voor de zware financieringsproblematiek van de overheid is de ontwikkeling van de lopende rekening van de betalingsbalans. Volgens de jongste ramingen van het Centraal Planbureau zal de lopende rekening in 1982 een overschot van f. 13 miljard vertonen tegen een surplus van f. 5 miljard in 1981. Het grootste deel van de verbetering is te danken aan hogere aardgasopbrengsten. Dit neemt niet weg dat het effect op de binnenlandse kapitaalmarkt groot kan zijn. Immers, een autonoom aanbod van buitenlandse middelen zal de binnenlandse geld- en kapitaalmarkt minder afhankelijk maken van het internationale rentegebeuren. Overigens zal de Nederlandsche Bank ter beheersing van de liquiditeitsmassa middels een „laag” rentebeleid, kapitaaluitvoer trachten te stimuleren.

Positief voor het rentegebeuren op de binnenlandse kapitaalmarkt is de stijging van de nationale spaarquote van 11% naar 13½% als gevolg van voornamelijk de positieve ommekeer in de totale reservepositie der sociale fondsen.

Van de kant van het inflatieverloop zijn de vooruitzichten eveneens gunstiger geworden. Met name door de waardevermeerdering van de gulden op de internationale valutamarkten zal de invloed van de externe inflatoire impulsen afnemen. Aangenomen mag worden dat bij een voortgezet loonmatigingsbeleid het inflatietempo ruim 1½ procentpunten lager zal uitkomen dan in 1981 het geval was (1981: 7%, 1982: 5 à 5½%).

De omslag in de betalingsbalanspositie betekent een stimulerende factor voor de positie van de gulden op de internationale valutamarkten. Eveneens gunstig voor de externe beoordeling van de gulden is het internationaal opzicht vrij lage inflatietempo in ons land. Het lijkt dan ook aannemelijk dat de gulden zijn huidige sterke positie binnen het Europese Monetair Stelsel in 1982 zal handhaven en zodoende een rentedaling, voortkomende uit de internationale geld- en kapitaalmarkten, niet in de weg zal staan.

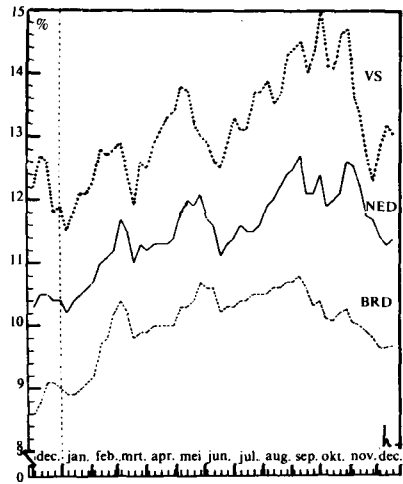
Het ziet er naar uit dat als gevolg van de voortgaande betalingsbalansverbetering de geldmarkt minder krap zal worden waardoor een verdere daling van de korte-rentetarieven tot stand kan komen. Bij een sterke guldenpositie op de internationale valutamarkten impliceert dit een bestendiging van de huidige normale rentestructuur.

De voorgaande binnenlandse factoren leiden tot de conclusie dat de precare financieringsbehoefte van de overheid wordt gecompenseerd door een voldoende

de aantal positieve tendensen op grond waarvan kan worden aangenomen dat zich in 1982 een voorzichtig dalend renteverloop zal voordoen.

Figuur 2 laat zien dat de binnenlandse kapitaalmarktrente in belangrijke mate de rente-ontwikkeling in West-Duitsland en in de Verenigde Staten volgt.

Figuur 2. Internationale kapitaalmarktrentetarieven in 1981 (rendementen van langlopende aflosbare staatsleningen)



Deze samenhang is onder meer het gevolg van het participeren van de gulden in het Europese Monetair Stelsel, waarin de Duitse mark een dominerende rol vervult, en het feit dat de dollar een sleutelpositie in het internationale monetaire stelsel inneemt.

Omtrent het renteverloop in West-Duitsland kan het volgende worden opgemerkt. Zoals het er thans naar uitziet zal pas in de tweede helft van 1982 van een duidelijke economische opleving sprake zijn. Het aantrekken van de economische bedrijvigheid zal in beginsel gedragen worden door de uitvoervraag, omdat de binnenlandse consumptieve bestedingen en investeringen vooralsnog hinder zullen blijven ondervinden van het restrictieve monetaire en budgettaire beleid. Dit impliceert dat bij een matige toename van de wereldhandel de gemiddelde groei van het reële bruto nationaal produkt in 1982 niet meer dan 1% zal bedragen.

Het inflatietempo zal als gevolg van de recente waardevermeerdering van de Duitse mark, de krapgeldpolitiek van de Bundesbank en het op matiging gerichte inkomensbeleid een duidelijke ommekeer gaan vertonen. Bedroeg in 1981 het percentage van de geldontwaarding gemiddeld 6%, voor 1982 zal dit neerkomen op ca. 4½%.

De vooruitzichten voor de betalingsbalansontwikkeling zijn eveneens verbeterd. De voorlopig laag blijvende groei van de import en de verbeterde concurrentiepositie van het Duitse exportpakket (door de waardevermindering van de Duitse mark ten opzichte van de dollar in de afgelopen jaren) zullen in 1982 het

betalingsbalanstekort doen verminderen van ca. DM 25 miljard tot ca. DM 10 miljard. Een hiermede samenhangende versterking van de positie van de Duitse mark op de internationale valutamarkten impliceert dat van een minder afhankelijk internationaal gericht rentebeleid sprake kan zijn.

Niettegenstaande de DM 10 miljard winstuitkering van de Bundesbank zal het totale financieringstekort van de overheid in 1982 toch ca. DM 60 miljard bedragen, of wel 5% van het nationale inkomen. De relatief hoog blijvende financieringsbehoefte impliceert dat de Bundesbank van die zijde begrensd wordt in een eventuele ombuiging van het restrictieve monetaire beleid.

Op grond van het bovenstaande wordt verwacht dat in 1982 de kans op een neerwaarts gericht renteverloop in West-Duitsland aanwezig is. De externe onevenwichtigheid en de grootte van het financieringstekort sluiten een beduidende renteverlaging uit.

De vooruitzichten voor het Amerikaanse renteverloop zijn door het afgenomen vertrouwen over de haalbaarheid van het economische beleid van president Reagan niet duidelijker geworden. Immers, het terugdringen van het tekort op de federale begroting hangt grotendeels af van het tijdstip waarop en de mate waarin een periode van economisch herstel zal aanbreken. Het restrictieve monetaire beleid met zijn recessieve krachten belemmert momenteel dit herstel. Ondanks de tegenstelling tussen het monetaire en budgettaire beleid lijkt het aannemelijk dat zich de volgende tendens gaat manifesteren. De Amerikaanse economie zal voorlopig nog een recessieve ontwikkeling te zien geven als reactie op het restrictieve monetaire beleid dat in de afgelopen tijd is gevoerd. Mede dankzij de belastingverlagingen, de hogere defensie-uitgaven en de gedaalde rentetarieven zal vanaf medio 1982 een opleving van de economische activiteiten optreden. De mate van herstel hangt af van de wijze waarop autoriteiten de begrotingsproblematiek zullen aanpakken.

Als gevolg van de tegenvallende economische groei zal het begrotingstekort voor het fiscale jaar 1982 (bij ongewijzigd beleid) oplopen tot ruim \$ 100 miljard, hetgeen 2½ maal zo groot is als de regering aanvankelijk had aangenomen.

Het inflatietempo zal door de economische teruggang en het restrictieve monetaire beleid voorlopig de neerwaartse trend handhaven. Er dient echter rekening te worden gehouden met een ommekeer in deze ontwikkeling als het economische herstel krachtig zou uitvallen.

Tegen de achtergrond van een voorlopig zwak blijvende economische bedrijvigheid en een lager inflatietempo is het niet uitgesloten dat de Federal Reserve Board, al dan niet onder politieke druk, tot een zekere versoepeling van het restrictieve beleid zal overgaan. Regulering van de geldhoeveelheid impliceert overi-

gens de voortzetting van een grillig rentepatroon.

De lopende rekening van de betalingsbalans zal in 1982 als gevolg van de verbeterde ruilvoet door de sterke dollarappreciatie en het verwachte economische herstel later in het jaar een minder gunstig beeld vertonen. Bij een gedaalde rentestand betekent dit dat de huidige sterke positie van de dollar op de internationale valutamarkten niet onverminderd gehandhaafd kan worden.

Op grond van de economische ontwikkeling, het inflatieverloop en een minder restrictief monetair beleid zal de neerwaartse druk op de Amerikaanse rente-

tarieven tot medio 1982 voortgezet kunnen worden. De omvang van de daling zal evenwel getemperd worden door de stijgende financieringsbehoefte van de overheid en de grote consolidatievraag van het bedrijfsleven. In de loop van de tweede helft van 1982 zal het hoge financieringstekort van de overheid, het herstel van de economische bedrijvigheid en de betalingsbalansverslechtering leiden tot een weer oplopen van het rentepeil.

Slotconclusie

De Nederlandse rentetarieven zullen

op grond van **binnenlandse** factoren op een hoog niveau blijven, hoewel enige daling in de rede ligt. Door de openheid van onze nationale economie heeft evenwel het **buitengebeuren** een grote invloed. Aldaar lijkt een rentedaling in de eerste helft van 1982 mogelijk, gevolgd door een stijging in de tweede helft. Deze stijging zal zich ook op de Nederlandse markt manifesteren.

Chr. Brandsma
Th. H. Kauffman