

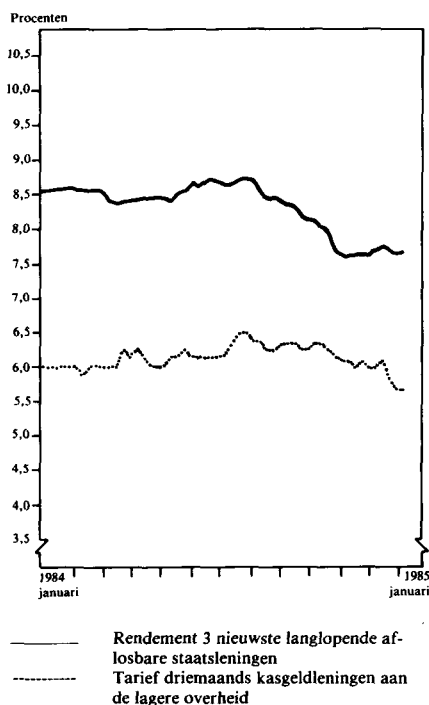
De rente in 1985

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

Terugblik

Uit conjunctureel oogpunt is het jaar 1984 voor de binnenlandse kapitaalmarkt-rente een voorspoedig jaar geweest. In het eerste semester was er weliswaar nog sprake van een stijging van de tarieven van de drie nieuwste langlopende aflosbare staatsleningen tot een niveau van bijna 8 3/4 %, waarmee het hoogste punt van het jaar bereikt werd, doch vanaf medio juli liep de rente fors terug tot een niveau van ca. 7 1/2 %. Op de binnenlandse geldmarkt vond in het jaar 1984 geen substantiële rentewijziging plaats. Het tarief voor driemaands kasgeldleningen aan de lagere overheid bewoog zich grotendeels rond de 6 %.

Figuur 1. De geld- en kapitaalmarkt in Nederland in 1984 (midweekcijfers)



Het oplopen van de kapitaalmarkt-tarieven werd in beginsel veroorzaakt door de grote zuigkracht die van de Amerikaanse dollarbeleggingen uitging (stijging van het Amerikaanse rentepeil, waardevermeerdering van de dollar en afschaffing van de 30% bronbelasting op VS-leningen voor niet-ingezetenen). Daarnaast speelden ook andere factoren een belangrijke rol in het opwaarts gerichte rentepatroon:

- de internationale problematiek aan-

gaande de schuldsposities van de ontwikkelingslanden, en de dreigende conflicten in het Midden-Oosten;

- de Duitse Mark die de toepositie van de gulden in het Europese Monetaire Stelsel overnam;
- de mogelijkheid van een kabinet-crisis in ons land in verband met de problematiek rond de plaatsing van de kruisraketten.

Hoewel de ontwikkeling van de kapitaalmarkt-rente sterk onder invloed stond van de Amerikaanse rente-ontwikkeling, vond er vanaf medio 1984 in Nederland (en West-Duitsland) toch een zekere loskoppeling van de Verenigde Staten plaats. Onder invloed van het conjuncturele herstel verminderde het beroep van de overheid op de kapitaalmarkt, terwijl het bedrijfsleven als gevolg van de verbeterde liquiditeitspositie een gering beroep deed op langlopende financieringsmiddelen. In het bijzonder het enorme succes van de 8 1/2 % openbare staatslening, waarbij voor f. 6.500 mln. tegen een koers van 100,50% in het derde kwartaal uit de markt werd gehaald (het nog te financieren begrotingstekort van het rijk voor het jaar 1984 werd hierdoor praktisch tot nihil gereduceerd), droeg bij tot een rente-omslag op de kapitaalmarkt. Ook het teruglopen van de dollarrante en de ondersteuningsacties van De Nederlandsche Bank om de geldmarkt-rente te stabiliseren hadden invloed op de relatief forse verlaging van het renteniveau.

Ten slotte speelde de voortzetting van het restrictieve overheidsbeleid voor de komende jaren, zoals gepresenteerd in de *Miljoenennota 1985*, een belangrijke rol in het rentegebeuren.

Vooruitzichten

Voor 1985 lijkt het waarschijnlijk dat de volgende tendensen het meest bepalend zullen zijn voor het rentegebeuren in ons land. Over de *binnenlandse* factoren die het verloop van de kapitaalmarkt-rente beïnvloeden valt het volgende te melden. Het economische herstel zal zich voortzetten dank zij de stijging van de uitvoer, de toename van de bedrijfsinvesteringen in de op de export gerichte goederenindustrie en de lichte groei van de consumptieve bestedingen. Vanwege de opgelopen voorraden en de stagnerende groei van de overheidsbestedingen zal van een fors herstel geen sprake zijn. Uit de *Miljoenennota 1985* blijkt dat dank zij het omvangrijke ombuigingspakket van f. 9,3 mrd. het financieringstekort van het rijk in 1985 zal afne-

men van f. 31,2 mrd. tot f. 29,4 mrd.

Tabel. De financieringsbehoefte van het rijk (in mrd. gld.)

	1984	1985
Financieringstekort	31,2	29,4
Aflossingen vaste schuld	5,8	7,4
Financieringsbehoefte	37,0	36,8

Bron: *Miljoenennota 1985*.

Ondanks deze reductie blijft er door de verzwarende van de aflossingsverplichtingen sprake van een relatief hoge en zich nauwelijks wijzigende financieringsbehoefte van het rijk, namelijk ca. f. 37 mrd. Het totale tekort van de overheid zal door de gunstige financiële ontwikkeling bij de lagere overheden evenwel lager uitkomen dan het aanvankelijk geraamde percentage van 9,7 van het nationale inkomen (1984: 9,5% in plaats van 10,5%).

Door de verwachte toename van de besparingen van bedrijven en gezinnen van 14,0% naar 14,5% van het nationale inkomen mag worden aangenomen dat dit tekort volledig op de kapitaalmarkt zal worden gedekt. Als gevolg van de voortgaande positieve economische ontwikkeling zal bij het bedrijfsleven sprake zijn van een (lichte) verhoging van de investeringsactiviteiten. Door de verbetering van de financiële positie valt er van die zijde evenwel geen omvangrijke vraag van kapitaalmarkt-middelen te verwachten.

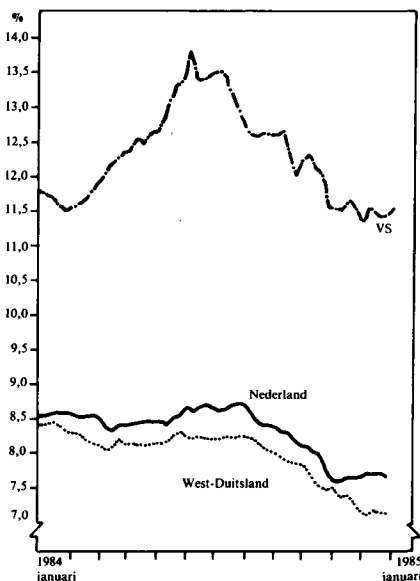
Ondanks het verdwijnen van het relatieve voordeel voor niet-ingezetenen dat er geen heffing van couponbelasting op Nederlandse schuldtitels plaatsvindt, behoeven er van de zijde van de externe positie van de gulden geen rente-opdrijvende impulsen verwacht te worden. Dank zij het grote overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans van f. 17 mrd. en het in internationaal opzicht vrij lage inflatietempo van 1 1/2 à 2%, zal de gulden zijn sterke valutaire positie in het Europese Monetaire Stelsel weten te handhaven. Deze ontwikkeling zal De Nederlandsche Bank bovendien in staat stellen om in periodes van grote geldmarkttekorten of stijging van de buitenlandse rente de geldmarkt te hulp te schieten, waardoor een opwaartse druk op het rentefront kan worden vermeden. Het wegvallen van het relatieve voordeel voor de internationale beleggers impliceert overigens wel een verder oplopen van het rente-écart met West-Duitsland.

Op grond van voornoemde binnenlandse factoren kan worden verwacht dat de kapitaalmarkt-rente in 1985 onder neerwaartse druk zal blijven staan, versterkt door een blijvende belangstelling uit het buitenland voor de gulden. Concretisering

* De auteurs zijn resp. hoofd van de afdeling Beleggingen en macro-econoom van die afdeling bij de Stichting Sociaal Fonds Bouwnijverheid te Amsterdam. Het artikel is op persoonlijke titel geschreven.

hiervan is tevens een zaak van het renteverloop in West-Duitsland vanwege de deelname van de gulden in het Europese Monetair Stelsel en het renteverloop in de Verenigde Staten door de sleutelpositie die de Amerikaanse munt inneemt in het internationale economische en monetaire gebeuren.

Figuur 2. De Internationale kapitaalmarkt (midweekcijfers van de rendementen van langlopende aflosbare staatsleningen)



Voor de ontwikkeling van de rente in West-Duitsland en de positie van de Duitse Mark op de internationale valutamarkten is van belang dat de Westduitse economie zich in 1985 dank zij de levendige uitvoer en de toegenomen investeringsneiging naar verwachting relatief gunstig zal blijven ontwikkelen. Door het uitblijven van een breed consumptief herstel in verband met de gedempte inkomensontwikkeling zal de reële groei niet ver boven het expansietempo van 2½% in 1984 uitkomen. De expansieve groei van de uitvoer en de zwakke binnenlandse consumptieve bestedingen zullen in 1985 leiden tot een hoger overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans dan het verwachte surplus van ca. DM 10 mrd. in 1984. Mede hierdoor zal de Duitse Mark binnen het Europese Monetair Stelsel een sterke valuta blijven. Door de mogelijke afzwakking van de Amerikaanse dollar en de afschaffing van de „Kuponsteuer” op DM-leningen voor niet-ingezetenen moet een opwaardering van de Duitse munt niet worden uitgesloten.

Ondanks de hogere importprijzen (dollar-appreciatie!) zal de inflatie door de gunstige ontwikkeling van de lonen in relatie tot de arbeidsproductiviteit en een mogelijke revaluatie van de Duitse munt binnen het Europese Monetair Stelsel geen versnelling te zien geven. Derhalve zal in 1985 het geldontwaardingstempo, als in 1984, vermoedelijk komen te liggen op 2½% of zelfs iets lager.

Door het economische herstel, de strin-

gente bezuinigingspolitiek van de regering-Kohl en de verwachte forse winstafdracht van de Bundesbank zal het financieringsstekort van de federale overheid in 1985 minstens met DM 5 mrd. kunnen worden teruggebracht tot DM 24 mrd., ofwel tot ca. 1½% van het bruto nationale produkt.

Ondanks het gunstige verloop van het inflatietempo wenst de Bundesbank geen monetaire versoepeling tot stand te brengen. Om haar op prijsstabiliteit gerichte beleid te kunnen voortzetten heeft zij zelfs haar geldgroeinormen voor het jaar 1985 teruggebracht van 4 à 6% tot 3 à 5%.

Concluderend kan worden gesteld dat de binnenlandse ontwikkelingen en de verwachte positieversterking van de Duitse munt te kennen geven dat in 1985 ruimte aanwezig is voor een autonome daling van de rentetarieven. De mate waarin en het tijdstip waarop dit zal geschieden blijven echter afhankelijk van de rente-ontwikkeling in de Verenigde Staten.

Ten aanzien van de factoren die invloed uitoefenen op het verloop van de Amerikaanse rentetarieven en de koersontwikkeling van de dollar zijn de vooruitzichten dat het economische herstel zich in 1985 daar zal voortzetten, doch minder geproforceerd dan in 1984. Verantwoordelijk voor deze groeivertraging zijn vooral de consumptieve bestedingen en de achteruitgang van de uitvoer. Door de verlaging van het renteniveau, de aanhoudende investeringsneiging en de opbouw van de voorraden zal de opwaartse trend met name in de eerste twee kwartalen van 1985 kunnen worden gehandhaafd.

Als gevolg van de groei afzwakking en de verbeterde ruijvoet blijven de vooruitzichten voor het inflatietempo vooralsnog gunstig. Voor geheel 1985 wordt een gemiddeld inflatiepercentage verwacht van 5½ à 6% tegen ca. 4½% in 1984. Toch moet rekening worden gehouden met het gevaar van een versnellende geldontwaarding in geval de Amerikaanse munt in waarde afneemt.

De vooruitzichten voor de lopende rekening van de betalingsbalans blijven onveranderd slecht. Voor geheel 1985 wordt als uitvloeisel van de nog altijd zeer hoge dollarkoers en de relatief sterke groei van de Amerikaanse economie een tekort geraamd van \$ 110 à 120 mrd. tegen een vermoedelijk deficit van \$ 100 mrd. in 1984. Mede gelet op de te verwachten rente-ontwikkeling in de Verenigde Staten zal de Amerikaanse dollar in de loop van 1985 hierdoor aan kracht inboeten.

Evenzeer zorgwekkend is het financieringsstekort van de federale overheid. Als gevolg van het minder expansieve conjunctuurverloop zal het tekort in het fiscale jaar 1985 toenemen tot ca. \$ 210 mrd. (fiscaal 1984: \$ 175 mrd. of wel bijna 5% van het bruto nationale produkt), een voor de Amerikaanse financiële markt te hoog cijfer. Weliswaar kunnen de in de maand januari te presenteren begrotingsplannen en bezuinigingsmaatregelen het tekort enigszins reduceren, doch feitelijk zullen deze toch merendeels betrekking hebben op fiscaal 1986, 1987 en 1988.

De verwachte stijging van het inflatie-

tempo kan de Federal Reserve Board er toe noodzaken over te gaan tot een meer restrictief monetair beleid. Gelet op de gematigde economische groeivoorzichten in 1985 zal van een straf beleid evenwel geen sprake zijn.

Tegen de achtergrond van een meer gematigde economische bedrijvigheid en een in beginsel gunstig uitzienend inflatietempo lijkt het zeer waarschijnlijk dat het renteverloop in 1985 neerwaarts gericht zal zijn. Als gevolg van de aanhoudend hoge financieringsbehoefte van de overheid en de voortgaande kredietbehoefte van de particuliere sector in relatie tot de geringe binnenlandse besparingen en de verdere verslechtering van de lopende rekening van de betalingsbalans zal de daling echter beperkt van omvang zijn. Het is zelfs niet uitgesloten dat zich in de eerste helft van 1985 een rentestijging zal voordoen als de economische groei een expansieve stijging te zien zal geven. Later in 1985 moet echter weer rekening worden gehouden met een neerwaarts gericht renteverloop.

Slotconclusie

In 1985 zal de Nederlandse kapitaalmarktrente evenals die in West-Duitsland een dalend verloop te zien geven. Een tijdelijke correctie in opwaartse richting in de eerste maanden van het jaar moet evenwel niet worden uitgesloten door de rente-ontwikkeling in de Verenigde Staten.

**Chr. Brandsma
Th. H. Kauffman**