

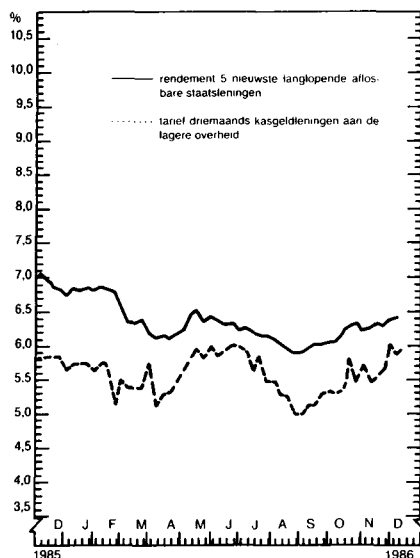
De rente in 1987

Terugblik

Het renteverloop op de binnenlandse kapitaalmarkt was in 1986 aanvankelijk neerwaarts gericht. Na de koers-herschikking in het Europese Monetaire Stelsel (EMS) begin april stond de rente onder opwaartse druk, maar dank zij de appreciatie van de gulden in juli ging de rente verder naar beneden.

In de loop van september begon de rente opnieuw geleidelijk aan op te lopen. Aanleiding hiertoe was de omslag in het sentiment op de Amerikaanse financiële markten, waar de lange rente aantrok. Ook de rente op de Duitse kapitaalmarkt liep op als uitvloeisel van het onzekere verloop van de toekomstige DM-koers en de opstelling van de monetaire autoriteiten naar aanleiding van de excessieve geldgroei.

Figuur 1. De geld- en kapitaalmarkt in Nederland in 1986, midweekcijfers



Op de binnenlandse geldmarkt was ondanks de discontoverlaging met een ½ % begin maart per saldo nauwelijks sprake van enige omvangrijke rentebeweging. Het tarief voor de driemaands kasgeldleningen aan de lagere overheid bewoog zich het gehele jaar door tussen de 5 % en 6 %. Dat de aanvankelijk dalende beweging niet gecontinueerd kon worden had niet alleen te maken met de situatie dat na de EMS-herschikking de fundamenteel sterke valuta's (DM en gulden) zich onderin het wisselkoersarrangement bevonden, maar ook met het besluit van de Bundesbank om de Amerikaanse discontoverlaging in augustus 1986

niet te volgen. De ontwikkeling van de geldmarkttarieven was voor het bankwezen aanleiding om per 12 mei een extra rente-opslag op de debetrente voor rekening-courantkrediet met een vol procentpunt in te voeren. In twee etappes, nl. op 16 juli en 23 augustus, werd deze opslag weer ongedaan gemaakt. Begin december gaf de stijgende rente in West-Duitsland weer aanleiding tot herinvoering van de extra-renteopslag met een ½ % en vervolgens nogmaals met een ½ %.

Vooruitzichten

Op middellange termijn verwachten wij dat het mondiale economische herstel zich zal voortzetten. Het herstel is gebaseerd op structurele aanpassingen in de economische verhoudingen, zoals een sterk gedaald niveau van de inflatie, een relatief laag peil van de rente die de investeringsgeneigdheid vergroot, een structurele stijging van de reëel beschikbare inkomens van de gezinshuishoudingen, een grotere mate van flexibiliteit op de arbeidsmarkt en een evenwichtiger industriebeleid.

Van een fors herstel zal evenwel geen sprake zijn. Immers, de wereldeconomie wordt nog steeds gekenmerkt door een aantal onevenwichtigheden en onzekerheden, die in de komende jaren slechts zeer langzaam zullen verdwijnen. In het bijzonder noemen wij het grote betalingsbalansstekort in de VS dat grote internationale kapitaalverschuivingen teweegbrengt, en ook het overheidstekort in diverse landen, het schuldenvraagstuk van de derde wereld en de ontwikkeling van de olieprijs.

De inflatievooruitzichten zien er in beginsel redelijk gunstig uit. De mondiale inflatie is op een naoorlogs dieptepunt aangeland en het lijkt ons niet waarschijnlijk dat de dalende tendens zich de komende vijf jaren verder voort zal zetten. Wij verwachten dat onder invloed van de aantrekkende economische groei en herstel van een aantal te sterk gedaalde prijzen, de inflatie een gematigde opgaande tendens zal vertonen. Gezien de overproduktie op de grondstoffenmarkt en de trage groei zal van een prijsexplosie geen sprake zijn, te meer daar wij vooralsnog rekenen met een blijvende verdeeldheid binnen de OPEC. Gelet op de daling van de olieproductie in de Westerse landen verwachten wij de komende jaren overigens wel een geringe olieprijsstijging.

Een tweede belangrijke reden voor het niet verder dalen van de inflatie is de ontwikkeling van de nominale lo-

nen. Immers, als gevolg van de verwachte groei zal winstherstel optreden. Hierdoor zullen de loonkosten toenemen, hetgeen leidt tot inflatoire druk.

Een factor van onzekerheid vormt de ontwikkeling van de geldgroei. Hoewel deze groei de laatste jaren in de meeste landen boven de nominale economische groeivoet ligt, zal dit naar onze mening niet noodzakelijkerwijze tot een hogere inflatie behoeven te leiden. Immers, als gevolg van de grote vraag naar financiële waarden (aandelen en obligaties) is veel spaar- en depositogeld naar de primaire liquiditeitsfeer gegaan. Voor zover derhalve de aanwas van de geldhoeveelheid hiermee samenhangt, is dit meer een uiting van conjuncturele dan van structurele aard.

Samengevat, tegen de achtergrond van een weliswaar gematigde maar toch aantrekkende structurele economische expansie en een lichte versnelling van het inflatietempo zal het renteverloop in een aantal belangrijke industrielanden op de lange termijn een tendens tot stijging vertonen. Onzekere factoren van grote importantie zijn het Amerikaanse begrotingsbeleid en het internationale schuldenvraagstuk.

Nederland

Hoewel sommigen een somber beeld schetsen van de Nederlandse economie in 1987 zijn wij van mening dat het conjuncturele herstel zal doorzetten. Weliswaar zal de economische groei door het lastenverzwarende kabinetsbeleid een lichte vertraging vertonen, dank zij de verdere uitbreiding van de particuliere consumptie, de export en de bedrijfsinvesteringen zal het bruto nationale produkt volgend jaar opnieuw een redelijke expansie vertonen, namelijk ca. 1 ½ %.

Als gevolg van de doorwerking van de in 1986 gedaalde invoer- en energieprijzen zal de inflatie in 1987, ondanks de verhoging van de energieaccijnzen en de btw-stijging, geen versnelling te zien geven. Derhalve blijft in internationaal opzicht sprake van een zeer lage inflatiegraad.

Mede dank zij de groeivertraging en de sterke uitvoer zal de betalingsbalans een groot overschot te zien geven (f. 13 mrd.), zij het lager dan in 1986 vanwege de sterk verminderde opbrengst van de export van aardgas. Dank zij deze ontwikkeling en het zeer lage inflatietempo zal de gulden zijn sterke valutaire positie kunnen handhaven.

Ondanks de omvangrijke ombuigingsoperaties en de lastenverzwaring in de vorm van een btw-verhoging en een accijnsverhoging bij energiedragers, zal het financieringstekort van de overheid in 1987 als gevolg van de sterke daling van de aardgasbaten een stijging te zien geven van f. 4,3 mrd. naar f. 29,2 mrd. Gezien de blijvende

hoge financieringsoverschotten van de institutionele beleggers en de hoge liquiditeitspositie van het bedrijfsleven verwachten wij dat de overheid haar financieringsbehoefte in 1987 zonder noemenswaardige problemen zal weten te dekken. Niettemin kan door de forse stijging van de aflossingsverplichtingen (naar raming f. 13 mrd.) de rente incidenteel onder opwaartse druk komen te staan. Voor zover wij kunnen overzien behoeft dit geen aantasting te betekenen van de paralleliteit met in het bijzonder het Westduitse renteverloop in 1987.

Tabel. De financieringsbehoefte van het rijk, in mrd. gld.

	1986	1987
Financieringstekort (excl. vervroegde aflossingen woningweteningen)	24,9	29,2
Aflossing vaste schuld	10,8	13,0
Financieringsbehoefte	35,7	42,2

Bron: Miljoenennota 1987.

Aangaande de monetaire- en valutapolitiek van de centrale bank moet worden vermeld dat door de liberalisering van de kapitaalmarkt het beleid nog meer dan in het verleden gericht zal zijn op de verhouding tussen gulden en D-mark. Voorts verwachten wij dat de gentleman's agreement van 1986 tussen de centrale bank en de geldschepende instellingen inzake de kredietverlening in 1987 gecontinueerd zal worden. Als gevolg hiervan nemen wij aan dat de bancaire vraag op de kapitaalmarkt een extra stijging zal vertonen.

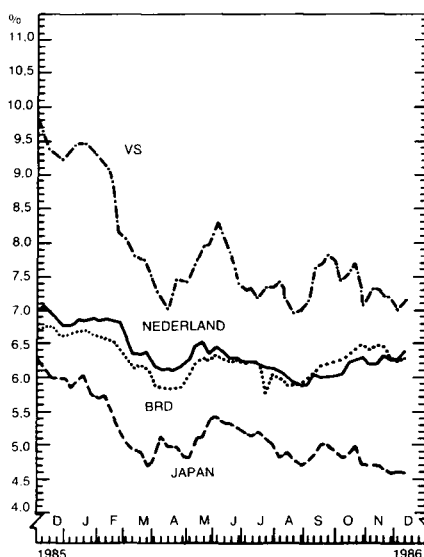
Toch zijn wij van mening dat op de binnenlandse kapitaalmarkt in 1987 sprake zal zijn van ruime vermogensverhoudingen (als uitvloeisel van onder meer de bescheiden voortzetting van de economische groei), zij het dat er enerzijds sprake is van een groeivermindering van het aanbod door de lichte daling van de nationale spaarquote en anderzijds van een relatief hogere vraag van de overheid en de geldschepende instellingen.

Op grond van het voorgaande concluderen wij dat het verloop van de kapitaalmarktrente in ons land vanwege binnenlandse factoren neerwaarts gericht zal zijn.

West-Duitsland

De vooruitzichten voor de Westduitse economie zien er vrij gunstig uit. Weliswaar zal de groei enigszins afzakken door een minder gunstige ontwikkeling van de export (DM-appreciatie), maar binnenlandse vraag, en met name de investeringsgroei, zal een sterke toename te zien geven. Wij verwachten na de verkiezingen begin 1987 overigens nieuwe fiscaal-stimu-

Figuur 2. De internationale kapitaalmarkt in 1986, midweekcijfers van de rendementen van langlopende aflossbare staatsleningen



lerende maatregelen respectievelijk het versneld invoeren van het pakket maatregelen voor het jaar 1988 als uitvloeisel van onder meer het internationale overleg en door de conjuncturele afzwakking.

De inflatievooruitzichten voor West-Duitsland zijn gunstig, zij het dat rekening moet worden gehouden met een licht aantrekken van de prijzen als gevolg van de loonontwikkeling en de verwachte vergroting van de winstmarges. Wij gaan uit van een inflatie van ca. 1% in 1987.

Voor 1987 rekenen wij op een lager betalingsbalanssurplus als uitvloeisel van de negatieve invloed van de gerealiseerde mark op de export. Niettemin blijft er sprake van een onveranderd hoog overschot, namelijk DM 50 mrd. tegen DM 70 mrd. in 1986. Mede hierdoor zal de Duitse mark binnen het Europese Monetaire Stelsel een sterke valuta blijven. Ten opzichte van de dollar ligt een verdere appreciatie in het verschiet.

Ook de ontwikkeling van het totale overheidstekort ziet er goed uit. Ondanks de fiscaal-stimulerende maatregelen, die het tekort doen oplopen, blijft er sprake van een in internationaal opzicht lage financieringsbehoefte, namelijk minder dan 2% van het bruto nationale produkt.

Het gunstige beeld van de overheidsfinanciën, de zeer lage inflatie en het grote betalingsbalanssurplus maken het mogelijk dat de Bundesbank haar accommoderende monetaire beleid in 1987 kan voortzetten. Voor 1987 hebben de Duitse monetaire autoriteiten hun geldgroeinormen zelfs iets verruimd, nl. van 3½-5½% naar 3-6%. De kans dat de Bundesbank onder pressure van een verdere koersdaling van de dollar haar rentevoet zal verlagen, wordt ons inziens steeds waarschijnlij-

ker, te meer daar een revaluatie als alternatieve oplossing ons op dit moment waarschijnlijk voorkomt. Op grond van het vorenstaande concluderen wij dat de Duitse rente gedurende 1987 in beginsel een neerwaartse tendens zal vertonen.

Verenigde Staten

De vooruitzichten voor de Amerikaanse economie in 1987 zijn redelijk. Weliswaar zal door het bezuiningsbeleid van de overheid de economie een deflatoire impuls ondergaan, maar van een langdurige recessie zal ons inziens geen sprake zijn. De positieve effecten van de olieprijsdaling, de verbeterde internationale concurrentiepositie door de lagere dollar en de dalende rente doen de conjuncturele groei voortzetten, zij het in een gematigder tempo. Met name in de eerste helft van 1987 verwachten wij een groeierugval als gevolg van het stabiliseren van de consumptieve bestedingen en de vertraagde doorvoering van de belastinghervorming naar de gezinnen. Het is daarbij niet uitgesloten dat het eerste kwartaal een licht 'negatieve' groei-voet laat zien. De inflatie in de VS zal grotendeels vanwege de stuwende werking van de dollardepreciatie op het importprijsspeil licht oplopen.

De inmiddels gerealiseerde depreciatie van de dollar en de groeivertraging zullen resulteren in het tot stand brengen van de betalingsbalansverslechtering. Het relatief hoge tekort te zamen met de verwachte rentedaling zullen vermoedelijk een voortgaande depreciatietendens van de Amerikaanse munt veroorzaken.

Bemoedigend zijn de vooruitzichten inzake het reduceren van het begrotingstekort. Dank zij de Gramm-Rudman doelstelling en het éénmalige effect van de belastinghervormingen (\$ 15 à 20 mrd.) zal het begrotingstekort in het fiscale jaar 1987 circa \$ 155 mrd. bedragen, \$ 60 mrd. minder dan in het fiscale jaar 1986. Voor het fiscale jaar 1988 zijn we daarentegen minder positief inzake het terugdringen van het budgettekort. Immers, in een verkiezingsjaar is het politiek niet haalbaar om straffe maatregelen door te voeren.

De groeivertraging, het gunstige inflatiebeeld en de vermindering van het begrotingstekort maken het mogelijk dat de Fed haar accommoderende monetaire beleid in 1987 zal kunnen voortzetten, hetgeen te zamen met de internationale 'bereidheid' tot voortgaande rentedaling leidt tot een verlaging van het rentepeil. De internationale rentedaling zal naar onze mening wel middels een dollardepreciatie worden afgedwongen.

Omdat de economische bedrijvigheid in de VS in de loop van de tweede helft van 1987 aan kracht wint, moet met een stijging van de rente rekening worden gehouden. Een ontwikkeling

die meer gewicht zal krijgen naarmate het terugdringen van het begrotingstekort stagneert en een te sterke dollardepreciatie de nodige ondersteuning behoeft van een hoger renteniveau.

Conclusie

De matige economische groei in de VS en de weerstand elders tegen een forse daling van de dollarkoers scheppen in 1987 een gunstig klimaat voor verdere rentedaling op de internationale markten.

Gezien de ruime verhoudingen op

de Nederlandse kapitaalmarkt moet de rente in ons land in staat worden geacht deze beweging te volgen. Later in het jaar houden wij rekening met een kentering in die beweging door de stijging van de Amerikaanse rente. Naar onze mening betekent deze keer het einde van een langdurige periode van internationale rentedaling.

Chr. Brandsma
Th. H. Kauffman

De auteurs zijn onderdirecteur van, respectievelijk portfolio-strategist bij de afdeling beleggingen van de Stichting Sociaal Fonds Bouwnijverheid te Amsterdam. Het artikel is op persoonlijke titel geschreven.