

Financiële markten

De rentehobbel

Vijf maanden van rentestijging op de Duitse en Nederlandse kapitaalmarkt hebben beleggers aan het twijfelen gebracht. Kun je nog wel spreken van een rentehobbel, met andere woorden: zal de rente binnenkort weer omlaag gaan? Of zijn we op een hoogvlakte aanbeld en ligt misschien zelfs een verdere stijging in het verschiet? Sinds het begin van dit jaar is de kapitaalmarktrente in Nederland opgelopen van 5,5% tot 6,6%. De omvang van die stijging en de kracht waarmee die zich doorzette, heeft veel huiver veroorzaakt. Steeds minder waarnemers durven er nog van uit te gaan dat de rente in Nederland en Duitsland dit jaar weer onder de 6% terechtkomt. Beleggers op de Europese obligatiemarkten kijken de kat uit de boom.

Voor de rentestijging zijn verschillende oorzaken. Amerikaanse beleggers kochten vorig jaar op grote schaal Europese, maar vooral Duitse staatsobligaties in de verwachting dat de rente snel zou dalen en de stukken dus flinke koerswinsten zouden opleveren. Mede door deze aanhoudende vraag van Amerikaanse beleggers zakte de kapitaalmarktrente in Duitsland en Nederland eind vorig jaar tot een dieptepunt van 5,5%. Sinds de rente begon op de lopen, heeft zich echter het omgekeerde voorgedaan. Uit vrees voor toekomstige koersverliezen deden Amerikaanse beleggers hun stukken in de afgelopen maanden weer van de hand. Bedroegen bij voorbeeld de netto aankopen van Duitse staatsobligaties door buitenlandse beleggers in het vierde kwartaal van vorig jaar nog 51,2 miljard mark, in januari liepen die aankopen terug tot 2,6 miljard en in februari werd door buitenlandse beleggers zelfs voor in totaal 9,6 miljard mark aan Duitse obligaties verkocht. Dit aanbod werd door Europese beleggers niet opgenomen.

Een tweede reden die voor de rentestijging wordt aangevoerd is dat het herstel van de Europese economieën op dit moment wordt 'verwerkt' in de

prijzen van continentaal-Europese obligaties. De verwachting leeft zelfs dat de Duitse economie aan de vooravond staat van een krachtig herstel. Dat zou een verdere daling van de inflatie en verdere verlagingen van de officiële rentetarieven door de Bundesbank minder vanzelfsprekend maken. Betekent dit nu dat de kans op rentedaling daarmee voorlopig van de baan is?

Lessen uit het verleden

De eerste vraag die beantwoord moet worden is of de ontwikkeling van de Europese rentetarieven zich kan onttrekken aan die van de Amerikaanse. In de afgelopen 35 jaar heeft zich zo'n situatie slechts drie keer voorgedaan, en dan ook nog voor een korte periode. Eén keer duurde die periode anderhalf jaar, één keer ruim een jaar, en de laatste keer een half jaar. Wel vertonen die drie perioden opmerkelijke overeenkomsten met nu.

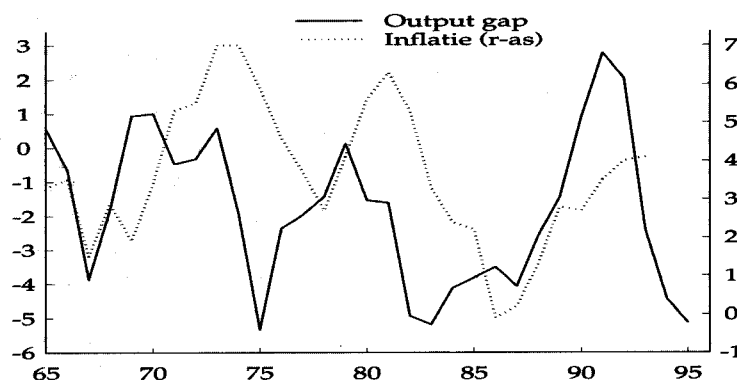
- Tussen januari 1967 en augustus 1968 steeg de Amerikaanse kapitaalmarktrente van 4,4% naar 5,0%, terwijl de Duitse kapitaalmarktrente daalde van 7,5% naar 6,3%. De Verenigde Staten kenden in 1967 een groei van 2,6%, waar Duitsland haar eerste naoorlogse recessie beleefde en de economie met 0,3% kromp. De Amerikaanse inflatie steeg in deze periode van 3,4% naar 4,9% en in Duitsland daalde de inflatie van 2,4% naar 2,2%. De Amerikaanse geldmarktrente steeg vanaf april 1967 van 4,4% naar 5,9% in augustus 1968. In Duitsland daarentegen daalde de geldmarktrente in 1967 van 5,7% naar 3,3% in januari 1968.
- Tussen december 1976 en maart 1978 steeg de Amerikaanse kapi-

De rubriek 'Financiële markten' verschijnt elke twee weken in ESB, en wordt verzorgd door medewerkers van de afdeling macro-economie van het Institute for Research and Investment Services, een samenwerkingsverband van Rabobank en Robeco Groep.

taalmarktrente van 6,4% naar 7,6%, terwijl de Duitse kapitaalmarktrente daalde van 7,4% naar 5,7%. In 1977 groeide de Amerikaanse economie met 4,6% terwijl de Duitse economie slechts met 3,1% groeide. De inflatie steeg in de Verenigde Staten van 4,8% naar 6,5%, terwijl de inflatie in Duitsland daalde van 3,9% naar 3,0%. De Amerikaanse geldmarktrente steeg in december 1976 van 4,7% naar 6,9% in maart 1978. De Duitse geldmarktrente daalde van 4,9% naar 3,5%.

- Tussen september 1983 en april 1984 steeg de Amerikaanse kapitaalmarktrente van 11,2% naar 12,2%, terwijl de Duitse lange rente daalde van 8,5% naar 8,1%. De Verenigde Staten waren net als nu toen verder gevorderd in het herstel na een recessie en groeiden in 1983 3,9% en in 1984 zelfs 6,2%, terwijl de Duitse economie met heel wat meer moeite uit het dal kroop met een groei van 1,8% in 1983 en 2,8% in 1984. De Amerikaanse inflatie steeg van 2,9% naar 4,5%, terwijl de Duitse inflatie daalde van 3,2% naar 2,9%. De Amerikaanse geldmarktrente steeg vanaf januari 1983 van 8,4% naar 10,4% in april 1984, de Duitse geldmarktrente zou pas het dieptepunt bereiken in januari 1988 op een niveau van 3,4%.

Figuur 1. 'Output gap' in % van het bbp en inflatie in Duitsland, 1965-1995



Het moge duidelijk zijn: in alle drie de gevallen was de economische groei in Duitsland fors lager dan die in de VS. Ook de inflatie was lager en bovendien dalende, terwijl deze in de Verenigde Staten steeg. In Amerika ging de geldmarktrente al omhoog, terwijl die in Duitsland nog daalde. Dat is nu niet anders.

Sleutel bij de Bundesbank

Een tweede vraag is of beleggers niet al te somber zijn over de verwachte ontwikkeling van de geldmarktrente in Duitsland. Op de Duitse geldmarkt is in futurecontracten een impliciete geldmarktrente ingeprijsd van 5,0% voor september 1994, niet of nauwelijks minder dan de huidige geldmarktrente, en voor juni 1995 wordt al rekening gehouden met een stijging tot 5,4%. Na drie jaar lang teleurgesteld te zijn geweest door de inflatie-ontwikkeling lijken beleggers niet meer te willen geloven, dat nu er sprake is van economisch herstel, de inflatie wel eens mee zou kunnen vallen. Dit lijkt wel erg pessimistisch. De voor dit en volgend jaar in Duitsland verwachte daling van de inflatie zal de Bundesbank de ruimte geven om haar rentetarieven veel verder te verlagen.

In 1993 bedroeg de 'output gap' in Duitsland -2,4%. De output gap is een maatstaf voor de onbenutte capaciteit in de economie. Een negatieve output gap wijst op het ontbreken van elke prijsdruk. Prijzen gaan pas stijgen als de output gap gedicht wordt doordat de economie op een bepaald moment sneller groeit dan de productiecapaciteit. Uit figuur 1 blijkt dat volgens de ramingen van de OESO de 'output gap' in Duitsland in 1994 en 1995 echter nog zal toenemen. Anders gezegd, dit is niet het einde van de daling van de inflatie in Duitsland, maar pas het begin ervan.

Ten tweede beloven de loonstijgingen veel goed nieuws voor de inflatie. De gemiddelde loonstijging zal dit jaar afgaande op de loonakkoorden die tot dusverre gesloten zijn, voor zo'n 80% van alle werknemers, slechts 1,7% bedragen. Daarmee zullen de loonstijgingen het laagste naoorlogse niveau bereiken. Ook voor 1995 hoeft er geen rekening te worden gehouden met forse loonstijgingen. Daarnaast zit het Duitse bedrijfsleven nog midden in het proces van herstructureringen dat eind 1992 op

De Duitse kapitaalmarktrente

Regressieanalyse over de afgelopen tien jaar wijst uit dat de Amerikaanse kapitaalmarktrente een belangrijke verklarende variabele is voor de ontwikkeling van de Duitse kapitaalmarktrente. De Amerikaanse kapitaalmarktrente blijkt evenwel, zoals verwacht mag worden, niet de enige verklaring. De Duitse geldmarktrente en de loonstijgingen in Duitsland blijken ook van invloed. Tabel 2 geeft aan in welke mate de verschillende variabelen het verloop van de Duitse kapitaalmarktrente verklaren. Daarnaast is door ons in de geschatte vergelijking een dummy opgenomen voor de Duitse eenwording.

Volgens deze vergelijking zal een stijging van de Amerikaanse kapitaalmarktrente met 1% leiden tot een 0,37 procentpunt hogere Duitse kapitaalmarktrente. Een daling van de Duitse geldmarktrente met 1% leidt tot een daling met 0,29 procentpunt. Veronderstellen we nu dat de Amerikaanse kapitaalmarktrente in 1994 gemiddeld 7,0% zal bedragen en in 1995 7,5% (nu 7,3%), de Duitse geldmarktrente in 1994 gemiddeld op 4,5% uit zal komen en in 1995 gemiddeld op 4,0% (nu 5,1%), en de loonstijgingen in Duitsland dit en volgend jaar respectievelijk 1,75% en 2% zullen zijn, dan blijkt uit onderstaande figuur dat een daling van de Duitse kapitaalmarktrente tot een niveau van 5,5% het komende jaar zeker tot de mogelijkheden behoort. Bovendien lijkt zelfs een daling van de kapitaalmarktrente tot onder het dieptepunt van begin dit jaar (5,5%) niet uitgesloten.

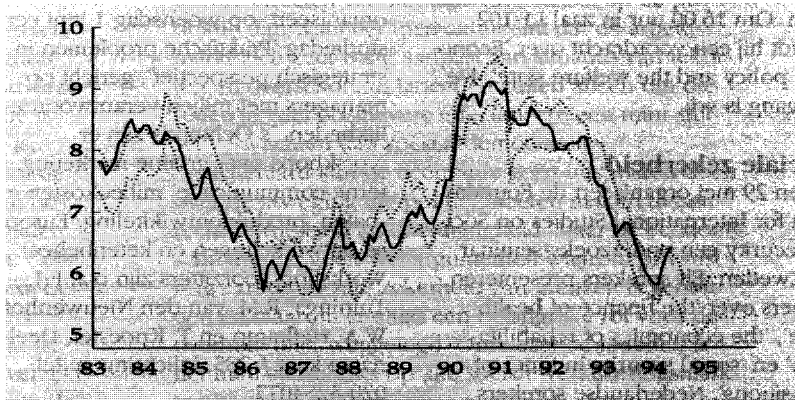
Tabel 2. Duitse kapitaalmarktrente

	Coefficient	T-waarde ^a
Constante	1,22	3,0
Geldmarktrente	0,29	11,8
Loonstijgingen	0,22	7,2
Dummy (jan '90-dec '90)	0,93	11,1
Kapitaalmarktrente VS	0,37	8,9

Schattingsperiode: januari 1983-december 1992 (maandcijfers). $R^2_{adj} = 0,91$, $RSS = 9,7$

a. T-waarden zijn gecorrigeerd voor overlappende data (Newley-West methode).

Figuur 2. Duitse kapitaalmarktrente, in werkelijkheid en de bandbreedte (plus of min de voorspelfout) op basis van de regressievergelijking^a



a. Voor de voorspelpperiode zijn voor 1994 en 1995 de volgende waarden ingevuld: lange rente VS resp 7% en 7,5%, korte rente Duitsland respectievelijk 4,5% en 4%, loonstijging Duitsland 1,75% en 2%.

gang is gekomen, waarbij overtollig personeel ontslagen wordt. Een proces dat, aldus enquêtes onder het Duitse bedrijfsleven, zich tot in 1995 zal uitstreken. Tegenover het verlies van banen staan productiviteitsverbeteringen, die reeds zijn opgelopen tot zo'n 5%. Voor de industrie betekent

dit dat de loonkosten per eenheid produkt, één van de belangrijkste kostenfactoren, met zo'n 3,5% tot 4% kunnen dalen.

Ten derde valt er een verbetering waar te nemen in de huurstijgingen, de diensteninflatie en de stijging van overheidstarieven. Bovendien dalen

de importprijzen nog steeds, tegen de verwachting in.

Er is, kortom, alle aanleiding om te veronderstellen dat de inflatie in 1995 lager zal uitvallen dan de 2,3% die de consensus nu voorspelt. Een inflatie in 1995 van onder de 2%, de doelstelling van de Bundesbank, lijkt steeds waarschijnlijker te worden. Voor de Bundesbank bieden deze inflatievooruitzichten voldoende ruimte om het disconto verder te verlagen. De Bundesbank heeft overigens ook nog geen enkele indicatie gegeven dat haar bereidheid tot het verlagen van haar officiële tarieven verminderd is, eerder het tegendeel. De zes economische instituten hebben de Bundesbank onlangs nog gemaand het disconto verder te verlagen tot onder de 4%. Anders komt het economisch herstel niet van de grond, zo zeiden deze toonaangevende instituten twee weken geleden. Daarnaast blijkt ook uit het verleden dat de Bundesbank pas ophield met discontoverlagingen nadat het dieptepunt in de inflatie bereikt was (zie tabel 1).

Als de financiële markten eenmaal realiseren dat de Duitse geldmarkttarieven – en in het verlengde daarvan in de rest van Europa – verder verlaagd zullen worden, dan lijkt ook de weg vrij voor een ont koppeling van de Duitse van de Amerikaanse kapitaalmarktrente. Ook de Bundesbank zou een daling van de Duitse kapitaalmarktrente zeer welkom zijn. Niet alleen vanwege de positieve effecten die dat heeft op de economische groei, maar ook vanwege het effect daarvan op de groei van de Duitse geldhoeveelheid. Een lagere geldmarktrente zal ertoe leiden dat beleggingsgeld dat nu nog op deposito's en spaarrekeningen staat naar de obligatiemarkt vloeit. Dat zou de nu nog exorbitante geldgroei sterk kunnen verminderen, omdat deposito's en spaarrekeningen tot M3 worden gerekend en langlopende beleggingen niet. Ofwel hoopt ook de Bundesbank dat de Europese belegger de rol van de Amerikaanse belegger als koper van Europese obligaties zal overnemen. Een voldoende verlaging van

Tabel 1. Dieptepunt in inflatie en disconto in Duitsland

Inflatie	Disconto	Vertraging in maanden
Januari 1968	april 1969	15
Juli 1972	oktober 1972	3
Februari 1978	maart 1979	13
Februari 1988	juli 1988	5

de vergoeding op spaartegoeden zou dit kunnen veroorzaken. De verlaging van het disconto op 14 april werd ook al op basis van deze redenering verdedigd. Als de Bundesbank haar beleid van een stapsgewijze verlaging van de officiële rentetarieven voortzet, behoort een Duitse, en dus ook Nederlandse, kapitaalmarktrente van onder de 6% nog zeker tot de mogelijkheden (zie ook kader).

Marcel Blom
Leendert Meijaard