

Lage rente, hoge koersen: een zeepbel?

Auteur(s):

Dijkstra, L.K.

Hoofd Beleggingsstrategie, Philips Pensioenfonds. De figuren zijn gebaseerd op Datastream, tenzij anders vermeld.

Verschenen in:

ESB, 82e jaargang, nr. 4100, pagina 264, 2 april 1997

Rubriek:

Trefwoord(en):

aandelenmarkten

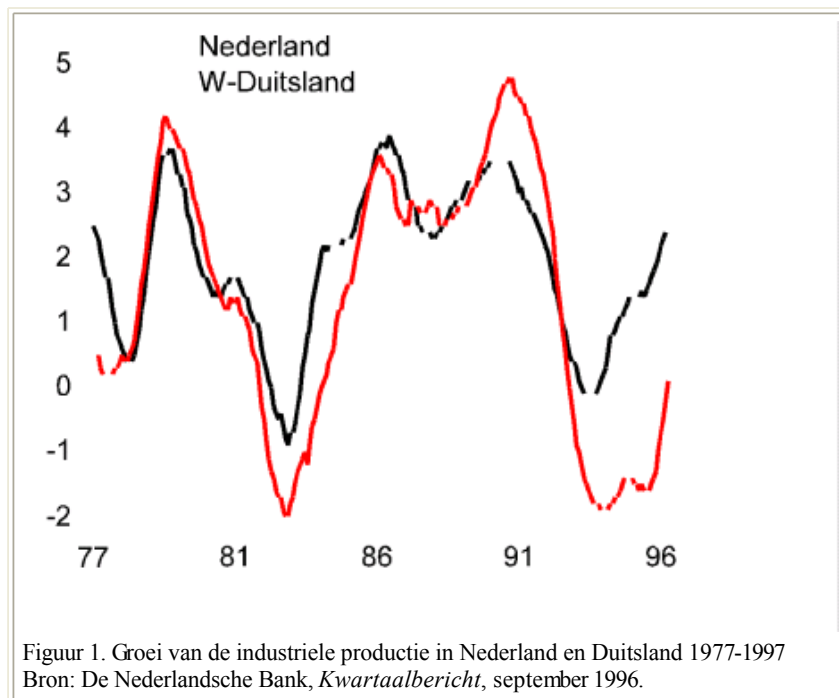
Momenteel voert Duitsland een expansief monetair beleid. Doordat de wisselkoers van de gulden aan de D-mark is vastgeklonken, is ook in Nederland de rente laag. Hierdoor dreigt voor de Nederlandse economie oververhitting, en worden toekomstige winsten tegen een te lage rente verdisconteerd. Dat leidt tot een explosieve stijging van de aandelenkoersen. Totdat de zeepbel barst ...

Nederland en Duitsland

Een centrale bank heeft bij de bepaling van het monetair beleid twee mogelijkheden. Of zij voert een onafhankelijk monetair beleid gericht op de binnenlandse economische situatie, door het sturen van de geldmarktrente. Of zij kiest voor een wisselkoersdoelstelling, en geeft daarmee haar onafhankelijkheid op. Een centrale bank kan niet zowel de korte rente als de wisselkoers tegelijkertijd controleren.

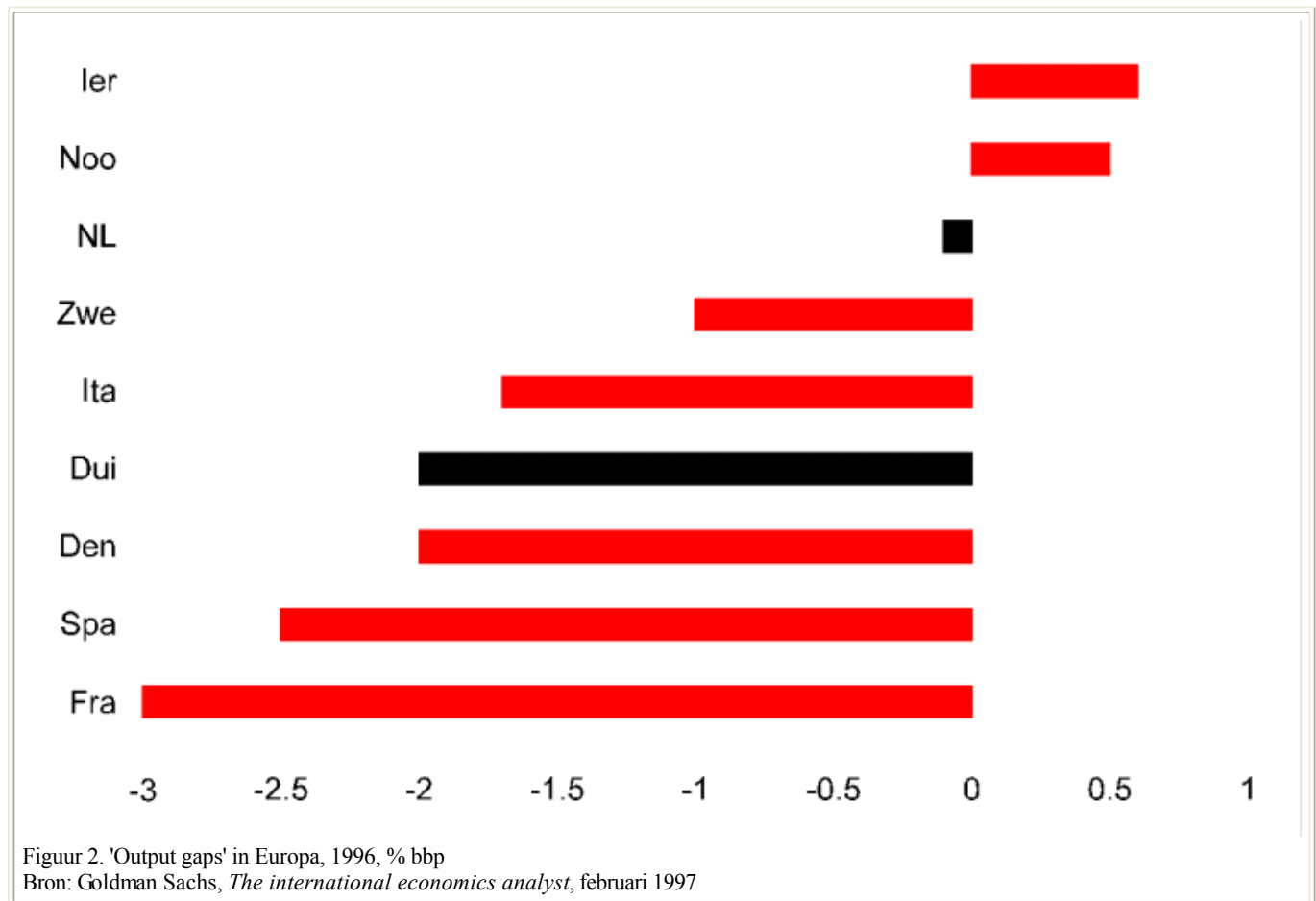
De Duitse centrale bank, de Bundesbank, voert een onafhankelijk monetair beleid gericht op de binnenlandse geldgroei. De Nederlandsche Bank kiest voor een wisselkoersbeleid, en geeft daarmee de effectieve controle over het monetair beleid voor een groot deel uit handen. Dit is het gevolg van het feit dat de binnenlandse korte rente gebruikt moet worden voor het handhaven van de wisselkoersdoelstelling.

Zo'n wisselkoersbeleid levert weinig problemen op, zolang de economische ontwikkelingen tussen beide landen niet veel uiteenlopen. [figuur 1](#) laat zien dat de conjunctuurcyclus de afgelopen twintig jaar tussen Nederland en Duitsland zeer synchron is verlopen. De laatste paar jaar echter doet Nederland het aanzienlijk beter ¹. In de afgelopen vijf jaar groeide de werkgelegenheid in Nederland jaarlijks met 1,3%, tegenover een jaarlijkse daling van 1,1% in Duitsland. De vraag dringt zich dus op of het beleid van De Nederlandsche Bank gericht op wisselkoersstabiliteit op dit moment wel juist is. Daartoe dienen wij de economische ontwikkelingen in beide landen nader te analyseren.



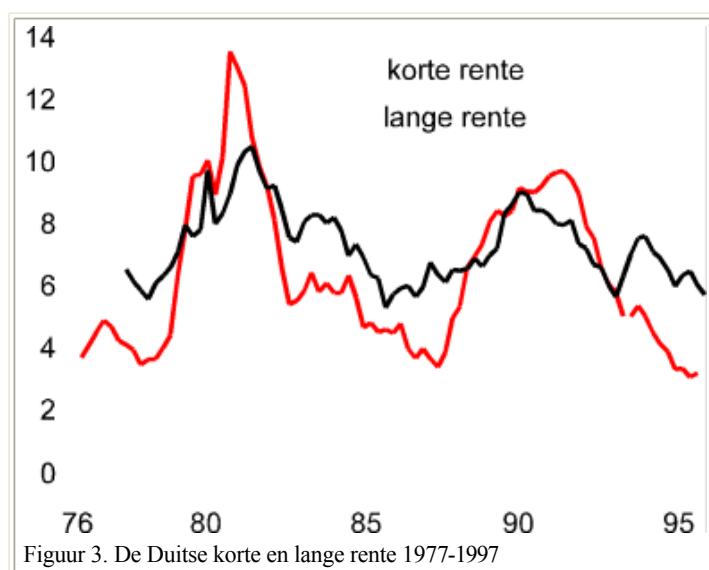
Duitsland verkeert in een problematische situatie. De combinatie van de nasleep van de eenwording en de structureel verslechterde concurrentiepositie heeft tot een record-werkloosheid geleid van 12%. De slechte concurrentiepositie is vooral ontstaan door de sterk gestegen loonkosten sinds eind jaren tachtig en een overgewaardeerde D-Mark ². Gezien het grote belang van de industriële sector in Duitsland komen deze ontwikkelingen extra hard aan. Daarnaast heeft de nasleep van de eenwording tot hoge financieringstekorten en een tekort op de betalingsbalans geleid. Als gevolg daarvan moet nu zwaar bezuinigd worden op de overheidsuitgaven. Tussen 1995 en 1998 zal dit de economische groei nog eens met 2% verminderen ³. Ondertussen lijkt Nederland in staat om in de komende jaren voor toetreding tot de EMU de lasten zelfs enigszins te verlagen. Ook hier dus een groot verschil tussen Nederland en Duitsland.

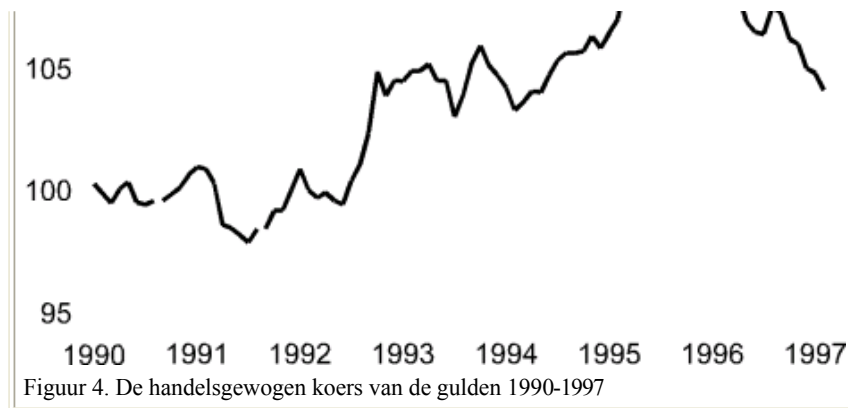
Dat Duitsland in een conjunctureel dal zit, blijkt ook door naar de 'output gaps' te kijken (figuur 2). Of er inflatoire gevaren dreigen is vooral afhankelijk van het feit of een economie zich boven haar potentiële groeipad bevindt. Landen met een negatieve output-gap hadden in 1996 een economische groei die onder het lange termijn potentiële groeipad lag. Vrijwel alle Europese landen verkeerden in 1996 in deze situatie, ook Duitsland. De Bundesbank volgt daarom met haar lage rentetarieven een logisch beleid. Nederland heeft echter nauwelijks een output-gap. Met andere woorden: bezettingsgraden zijn bovengemiddeld en de werkgelegenheid groeit.



Monetair beleid

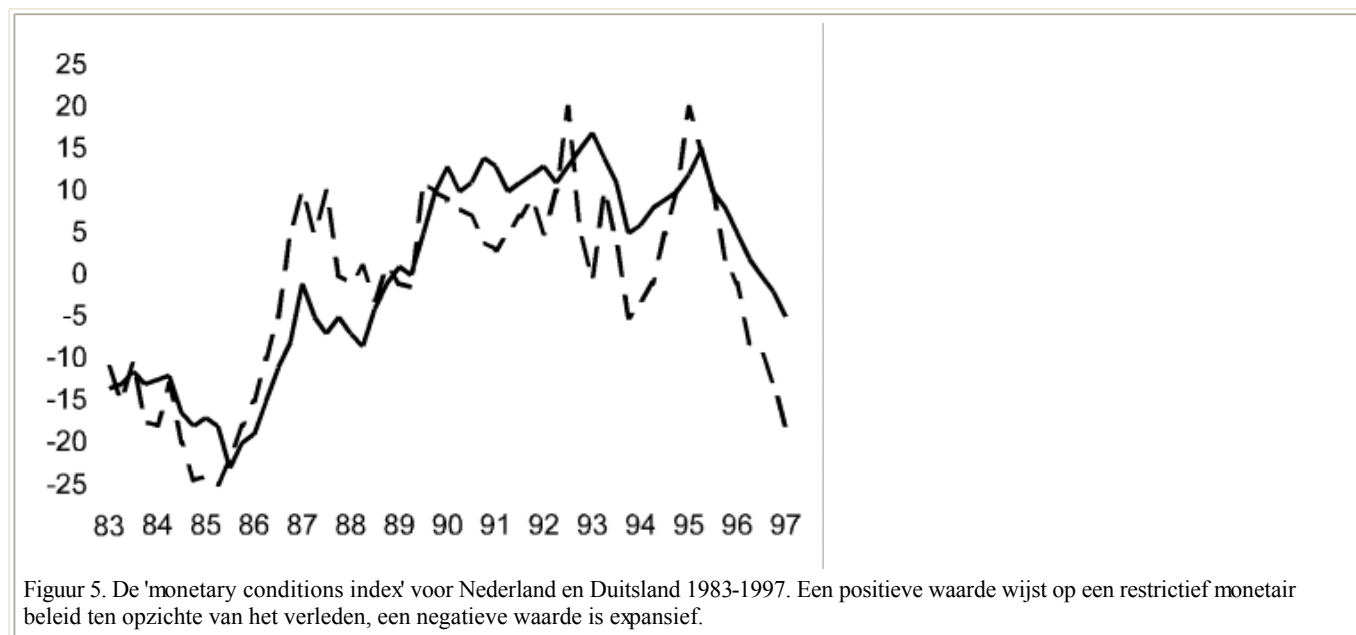
De Bundesbank heeft zich aan deze situatie aangepast, en voert nu een expansief monetair beleid, voornamelijk via een zeer lage korte rente (figuur 3). Dat compenseert het restrictieve begrotingsbeleid en de sterk verslechterde concurrentiepositie. Door de 'vaste' wisselkoers is Nederland gedwongen ook een lage rente aan te houden. Bovendien is de koers van de gulden ten opzichte van de munten van de belangrijkste handelspartners (de handelsgewogen koers, zie figuur 4) de afgelopen twee jaar fors gedaald. Dit wijst op een sterk verbeterde concurrentiepositie.





Figuur 4. De handelsgewogen koers van de gulden 1990-1997

De gecombineerde effecten van de ontwikkeling van de handelsgewogen wisselkoers en de rente wordt weergegeven als de Monetary Conditions Index (MCI, [figuur 5](#)). Deze index geeft aan of van de rente en wisselkoers een expansieve of restrictieve invloed uitgaat op de economische groei. De weging van de rente en de wisselkoers in de index is afhankelijk van het aandeel van de buitenlandse handel in het bruto binnenlands product. Hoe opener een economie, hoe groter het belang van de wisselkoers in de index. De MCI wijst uit dat Nederland momenteel een zeer ruim monetair beleid kent, zelfs veel ruimer dan Duitsland. Terwijl de economische situatie vandaag de dag, waarin Nederland er veel beter voor staat dan Duitsland, het omgekeerde verlangt.



Figuur 5. De 'monetary conditions index' voor Nederland en Duitsland 1983-1997. Een positieve waarde wijst op een restrictief monetair beleid ten opzichte van het verleden, een negatieve waarde is expansief.

Kortom: daar waar het monetair beleid van de Duitsers begin jaren negentig te restrictief was voor een land als Frankrijk, is nu het beleid van de Duitsers te expansief voor een land als Nederland. Voor de Fransen had dat destijds deflatoire gevolgen, voor ons zal het hoogst waarschijnlijk inflatoire gevolgen hebben.

Wat kan De Nederlandsche Bank daaraan doen? Het enige instrument dat zijzelf in handen heeft is de wisselkoers van de gulden. Een revaluatie ten opzichte van de D-Mark in 1997 of 1998 zou het antwoord moeten zijn. Valt dit te verwachten? Nee, hoewel formeel binnen het Verdrag van Maastricht revaluaties mogelijk zijn (alleen devaluaties zijn verboden in de laatste twee jaar voor de EMU), valt niet te verwachten dat De Nederlandsche Bank de gulden zal revalueren ten opzichte van alle andere valuta. In de politiek zeer gevoelige periode tot 1999 zal elke herziening van de spilkoersen vermeden worden. Een commissie onder leiding van de oud-president van de Bundesbank, Schlesinger, heeft onlangs geadviseerd de huidige spilkoersen binnen het EMS als de omwisselkoers te gebruiken voor introductie van de euro. Bovendien mag van de eerste president van de Europese Centrale Bank niet verwacht worden dat hij snel zijn eigen munt nog wat extra prestige meegeeft.

De invoering van de euro in 1999 brengt dus met zich mee dat De Nederlandsche Bank de komende twee jaar geen enkel instrument meer heeft om de economie te beïnvloeden, terwijl de te gunstige economische situatie daar tot 1999 wel om zal vragen. De rente is en blijft daardoor veel te laag. Beleggers klinkt dat als muziek in de oren.

Waar hebben we dit eerder gezien?

Laten wij eens kijken of het vaker is voorgekomen dat de Centrale Bank zich laat leiden door de wisselkoersdoelstelling en als gevolg daarvan een veel te lage rente importeert. Daarbij zijn vooral de gevolgen voor de prijzen van vermogenstitels interessant.

In 1926 was het Engelse pond sterling teruggekeerd in de gouden standaard tegen een overgewaardeerde koers. Beleggers ruilden hun ponden voor goud en kochten hiermee in de VS dollars. Daar het volgens de regels van de gouden standaard niet mogelijk was een munt te revalueren, restte de Amerikaanse centrale bank niets anders dan de rente zo laag mogelijk te houden teneinde de stroom goud richting Amerika af te remmen. De gevolgen zijn bekend: een 'boom' op Wall Street eind jaren twintig.

Begin jaren zeventig gebeurde iets soortgelijks in Duitsland. Na het vrijlaten van de goud/dollarkoers werd de dollar een zwevende valuta. De Duitse centrale bank stond toen voor de keus een forse appreciatie van de D-Mark ten opzichte van de dollar toe te staan of de rente veel verder te laten dalen dan anders nodig was geweest. Men koos voor het laatste. Als gevolg van de lage Amerikaanse rente stegen de Duitse

aandelenkoersen begin 1972 in korte tijd met 50%. In 1973 zagen de Duitsers in dat de rente veel lager was dan de binnenlandse economische situatie toestond en herstelden hun fout. Als gevolg daarvan halveerden de aandelenkoersen.

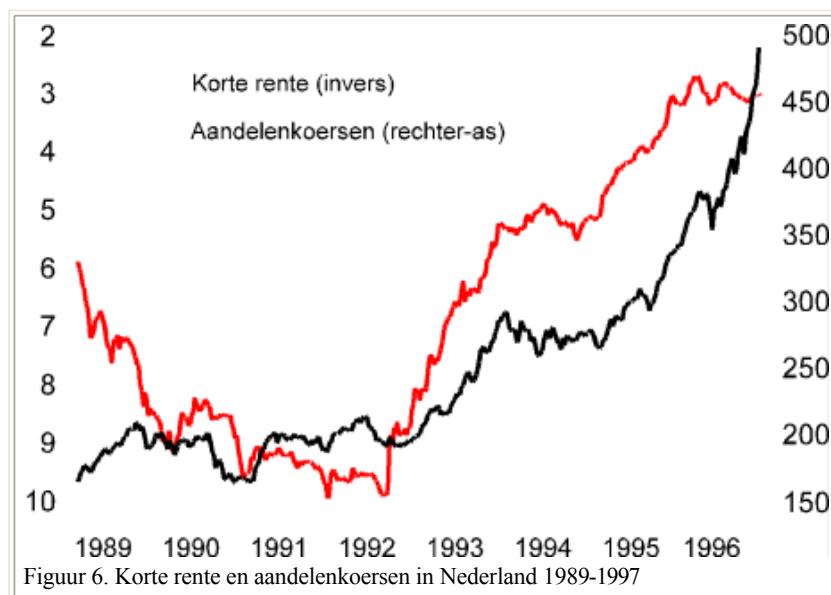
Het meest dramatische voorbeeld van de gevolgen van een verkeerd monetair beleid is korter geleden. In 1987 kwam de Japanse centrale bank in het Louvre-akkoord met de Amerikanen overeen de dollar te ondersteunen. Kunstmatig hield zij daartoe de rentetarieven in 1987 en 1988 laag zodat de yen zou dalen en dollar stijgen. De binnenlandse economische situatie vroeg eind jaren tachtig echter om een veel hogere rente. De inflatie begon te stijgen en de rente bleef laag. Daardoor werd de reële rente negatief. Als gevolg daarvan explodeerden aandelen- en onroerend-goedprijzen. In 1989 kreeg de Japanse centrale bank in de gaten dat de rente veel te laag was. Met de naweeën van deze speculatieve zeepbel in onroerend goed en aandelen kampen de Japanners nu nog steeds.

Het beleid van De Nederlandsche Bank is niet onmiddellijk te vergelijken met dat van de Japanners, maar toch geven een aantal van deze historische voorbeelden goed weer wat er kan gebeuren als rentetarieven om politieke redenen of monetaire beleidsfouten te lang te laag gehouden worden.

Risico's voor Nederland

Dag in, dag uit boekt de AEX-index nieuwe beursrecords. Hoewel wereldwijd sprake is van stijgende aandelenkoersen valt op hoe goed de Nederlandse beurs het doet. De extreem lage korte rente is hiervoor de belangrijkste verklaring. Met een inflatiepercentage van een kleine 2,5% is de reële korte rente in ons land vrijwel 0%. Dit zorgt daarmee voor grote risico's op de aandelen- en woningmarkt. De koers van aandelen wordt immers bepaald door de toekomstige winsten, verdisconteerd tegen het verschil tussen de rente en de groeivoet van de winst. Hoe lager de rente, hoe hoger de verdisconteerde winsten worden en hoe explosiever de koersen stijgen.

Hoe lage rente en hoge koersen samenhangen is afgebeeld in [figuur 6](#). Het blijkt tevens uit een lokaal bepaalde markt als de woningmarkt. Sinds begin jaren negentig, toen de korte en lange rente begonnen te dalen, zijn de huizenprijzen in ons land met bijna 50% gestegen. In Duitsland en Frankrijk daarentegen bevindt de woningmarkt zich in een crisis. Dat geeft eens te meer aan hoe groot het verschil in economische ontwikkeling is, maar ook dat de rente in ons land te laag is. De lage Nederlandse rente is immers niet bepaald door binnenlandse economische factoren, maar door de Duitse behoefte aan expansief monetair beleid.



Figuur 6. Korte rente en aandelenkoersen in Nederland 1989-1997

Conclusie

Met de euro in zicht heeft Nederland een lagere dan normale rente en een lagere dan normale wisselkoers. De Nederlandsche Bank is met handen (rente) en om politieke redenen ook met voeten (wisselkoers) gebonden. De economische groei krijgt daardoor een extra stimulans. Dat is goed voor de bedrijfswinsten, die vervolgens verdisconteerd worden tegen een van de laagste rentetarieven ter wereld. Dat zorgt ervoor dat de prijzen van obligaties, aandelen en huizen verder worden opgejaagd.

Hoe lang kan dat goed gaan? De historische voorbeelden gaven aan dat zo'n ontwikkeling lang kan aanhouden, zolang de rente maar laag blijft. De zeepbel pompt zich dan langzaam vol. Zolang de Bundesbank de rente niet echt verhoogt, en daar ziet het gezien de hoge werkloosheid voorlopig niet naar uit, kunnen aandelenkoersen in ons land nog verder stijgen. Maar hoe langer dat het geval is, hoe desastreuzer uiteindelijk de gevolgen zullen zijn.

Voor een reactie op dit artikel zie L. Blom: [Solide fundament onder koersstijging](#)

1 Zie ook F. Vijselaar, [Nederland, Bundesland?](#), ESB, 4 september 1996, blz. 736-738 en M. Blom en L. Cornelissen, [De kracht van de gulden](#), ESB, 11 september 1996, blz. 758-759.

2 F. Vijselaar, op.cit.

3 J.P. Morgan, *European Economic Outlook*, maart 1997.

