

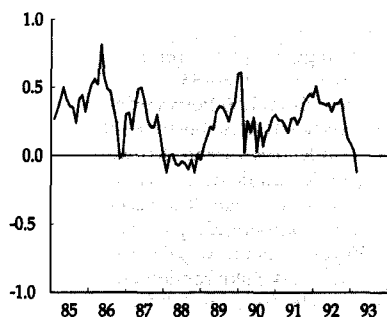
# Nederlandse lange rente duurzaam onder de Duitse?

*Sinds enkele weken ligt de Nederlandse kapitaalmarktrente onder de Duitse. Dit negatieve rente-ecart hangt niet alleen samen met de betere Nederlandse macro-economische 'fundamentals', maar ook met een onterecht anti D-mark sentiment.*

Dank zij de kracht van de gulden in het EMS ligt de (driemaands-)geldmarktrente in Nederland al meer dan een jaar onder de Duitse rente. In de afgelopen weken ontstond ook bij de kapitaalmarktrente een negatief ecart, hetgeen sinds de strikte koppeling van de gulden aan de D-mark in 1983 slechts een paar keer is voorgekomen. Het rendement op tienjaars overheidsobligaties (de 'benchmark') daalde op 1 maart zelfs tot vijftien basispunten onder dat van vergelijkbare Duitse obligaties. Met name ten aanzien van de kapitaalmarktrente willen we in dit artikel ingaan op de vraag naar het ontstaan van een dergelijk negatief ecart en of we mogen verwachten dat dit een blijvende situatie is. Naast de relatief goede economische positie van Nederland ten opzichte van Duitsland komen ook markttechnische factoren ter sprake.

De D-mark werd lange tijd beschouwd als de ankervaluta van het EMS. De sinds jaren lage inflatie in Duitsland was daarvoor, naast andere sterke economische en politieke factoren, de voornaamste reden. Hierdoor vormde de Duitse kapitaalmarktrente de bodem voor de lange rente in andere EMS-landen en, naarmate de Europese integratie vorder-

**Figuur 1. Lange-rente-ecart Nederland-Duitsland, 1985-'93**



de, ook voor die in andere Europese landen. Alleen in 1988 daalde de Nederlandse kapitaalmarktrente voor een langere periode onder die van de Oosterburen, zie figuur 1<sup>1</sup>. De oorzaak daarvan was gelegen in de aankondiging in de herfst van 1987 van een 10% bronbelasting in Duitsland. Dit leidde tot een verschuiving van beleggingen vanuit Duitse naar Nederlandse obligaties. De Nederlandse lange rente daalde tot onder het Duitse niveau en in deze situatie kwam gedurende 1988 geen verandering. Na de afschaffing van de bronbelasting nam begin 1989 het ecart echter weer toe tot het gebruikelijke niveau van circa twintig basispunten.

## Uitgangspositie 1993

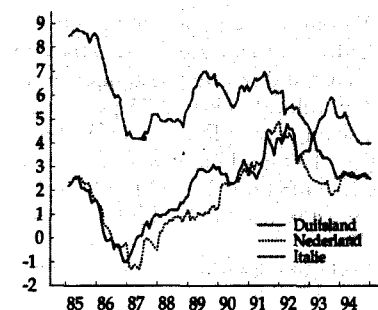
### Duitsland

De situatie is thans wezenlijk anders dan in de jaren tachtig. De Duitse hereniging heeft de economie van onze oosterburen uit balans gebracht. Een toenemend begrotingstekort en stijgende inflatie vormen daarvoor het duidelijkste bewijs. De Duitse inflatie is nu zelfs een van de hoogste van de EMS-landen. Het imago van het land met de laagste inflatie heeft dan ook de nodige deuken opgelopen. Zonder al te pessimistisch te zijn, kan worden gesteld dat het nog een aantal jaren zal duren voordat de Duitse economie weer op orde is. Niettemin worden vanaf de tweede helft van het jaar betere inflatiecijfers verwacht, mede als gevolg van het gevoerde strakke monetaire beleid en de recessie (zie figuur 2).

### Nederland

Nederland begon de jaren tachtig met hoge werkloosheid en grote overheidstekorten, uitmondend in een stijgende staatsschuld. Sinds

**Figuur 2. Inflatie-ontwikkeling Nederland, Duitsland en Italië, 1985-'93**



1983 hebben de verschillende kabinetten prioriteit gegeven aan het gezond maken van de overheidsfinanciën. Forse loonmatiging leidde tot versterking van de concurrentiepositie hetgeen resulteerde in een aanzienlijke groei van de werkgelegenheid. De inflatie daalde daarbij sterk tot het laagste niveau binnen het EMS. Ofschoon de Nederlandse economie nog een aantal structurele zwakheden kent, zoals de inflexibele werking van de arbeidsmarkt en (nog steeds) onevenwichtige overheidsfinanciën, zijn de economische 'fundamentals' vooralsnog beter dan die van Duitsland. De inflatoire druk is beheersbaar (inflatieverwachting 1993: 2,25%), voornamelijk als gevolg van de verwachte loonmatiging en de sterke gulden. De Nederlandse inflatie zal derhalve voorlopig onder de Duitse blijven. Ofschoon het moeilijk zal worden om in 1993 en 1994 te voldoen aan de in het regeerakkoord gestelde norm inzake het financieringstekort, scoort ons land vanuit een internationaal perspectief op dit punt goed, met name vergeleken met Duitsland.

## Revaluatierisico?

Is deze relatief goede economische positie van ons land een voldoende verklaring voor het negatieve lange-renteverschil met Duitsland? De reputatie die de gulden als ijzersterke munt (geleidelijk) na 1983 heeft opgebouwd, zou doen verwachten dat de Nederlandse kapitaalmarktrente al

1. Om over een wat langere periode een vergelijking te kunnen maken, is hier niet de tienjaars benchmark getoond, maar het rendement op overheidsobligaties met een resterende looptijd van 5-8 jaar in Nederland en van 7-15 jaar in Duitsland.

eerder structureel onder de Duitse had kunnen dalen, met name na de Duitse eenwording. Dat dit niet gebeurd is, kan betekenen dat er meer factoren in de overweging moeten worden betrokken.

#### *Inflatieverschillen*

De belangrijkste reden voor een positief verschil in obligatierendement tussen valuta's die deel uitmaken van het wisselkoersmechanisme van het EMS, is het risico van een devaluatie ten opzichte van andere EMS-valuta's. Inflatieverschillen spelen hierbij een hoofdrol. Maar dit is pas werkelijk relevant op de wat langere termijn; bij voorbeeld bij het forse cumulatieve inflatieverschil tussen Duitsland en Italië sinds 1987, hetgeen in het bijzonder heeft bijgedragen aan de forse devaluatie van de lire in september vorig jaar. Het inflatieverschil tussen Nederland en Duitsland is veel geringer, van recentere datum en rechtvaardigt op dit moment dan ook beslist geen devaluatie van de D-mark. Bovendien zal het inflatieverschil naar verwachting geleidelijk afnemen tot verwaarloosbare niveaus (zie nogmaals figuur 2). Als de financiële markten momenteel serieus rekening houden met een revaluatie van de gulden ten opzichte van de D-mark, dan kan dit het negatieve ecart voor een deel verklaren. Tegelijk mag worden verwacht dat deze factor in de loop van het jaar in belang zal afnemen.

#### *Uiteenvallen EMS*

De financiële markten zouden zelfs rekening kunnen houden met de extreme situatie dat het EMS uit elkaar valt. Naar onze mening zal dit niet gebeuren, met name gegeven het hoge belang dat Frankrijk en Duitsland toekennen aan het voortbestaan van het EMS. Maar zelfs indien dit het geval zou zijn, dan nog ligt het voor de hand dat de gulden gekoppeld blijft aan de (dan zwevende) D-mark. Ook in dit scenario is een revaluatie van de gulden ten opzichte van de D-mark waarschijnlijk geen serieuze optie.

#### **Overige factoren**

##### *Kredietwaardigheid*

Renteverschillen tussen landen worden ook veroorzaakt door niet-valutaire factoren. Kredietwaardigheid is zo'n factor. Wij zien echter geen en-

kele reden waarom de Nederlandse overheid op dit punt beter zou scoren dan de Duitse. Het overheidstekort in Duitsland is weliswaar op dit moment hoger, maar veel van de Duitse overheidsbestedingen zijn investeringsuitgaven in voormalig Oost-Duitsland waar op termijn groeiende inkomsten uit zullen voortvloeien. De Duitse schuld/bnp-quote is (nog) beter dan de Nederlandse. Kredietwaardigheidsoverwegingen zouden juist pleiten voor een positief ecart.

##### *Liquiditeit*

Een andere reden voor verschillen in kapitaalmarktrentes ligt in de liquiditeit van de markt. De Duitse obligatiemarkt is echter veel meer liquide dan de Nederlandse. Met name op het gebied van derivaten is dank zij de enorme inspanningen van de Duitse financiële instellingen de Deutsche Termin Börse in twee jaar tot de grootste Europese optie- en futuresbeurs uitgegroeid. Ook dit zou juist een positief ecart doen verwachten.

##### *Marktsentiment*

De belangrijkste verklaring voor het negatieve renteverval moet onzes inziens worden gezocht in de perceptie van buitenlandse beleggers, in het bijzonder de niet-Europese beleggers. Het negatieve economische en sociaal-politieke nieuws over Duitsland voert sinds enige tijd de bovenaan, en drijft beleggers uit Duitse vastrentende waarden richting Nederlandse.

Het negatieve sentiment is in onze optiek echter enigszins overdreven en niet volledig gebaseerd op economische 'fundamentals'. De economische cijfers zullen echter weer tegen het einde van het jaar een iets rooskleuriger beeld schetsen van de Duitse economie. Thans worden in het kader van het zogenaamde Solidar-pakt door de regering-Kohl pogingen ondernomen om de Duitse concurrentiepositie te verbeteren (Standortgesetz) en om een oplossing te vinden voor met name de financieringsproblematiek die voortvloeit uit de eenwording. Hoewel niet mag worden verwacht dat alle problemen in een keer worden opgelost, is vooral van belang dat de sociale partners nu allen doordrongen zijn van de ernst van de situatie en bereid zijn hun bijdrage te leveren. Het huidige negatieve sentiment draagt derhalve slechts een tijdelijk

karakter en het negatieve ecart zal op grond hiervan verminderen.

##### *Bronbelasting*

Een mogelijk risico voor beleggingen in Duitse obligaties vormt, in het licht van de financieringsbehoefte, een eventuele (her-)introductie van bronbelasting voor buitenlandse beleggers. Dit is echter onwaarschijnlijk; bij de bronbelasting die opgelegd is per 1 januari dit jaar (Zinsabschlagsteuer) is de nodige voorzichtigheid betracht om te voorkomen dat buitenlandse beleggers zich zouden afwenden van de Duitse obligatiemarkt. De ervaring van 1988 verzekert dat Bonn hiermee niet nog een keer zal experimenteren.

#### **Conclusie**

Het negatieve verschil in kapitaalmarktrente tussen Nederland en Duitsland kan gedeeltelijk worden verklaard uit niet-valutaire oorzaken. Naar onze mening is het anti D-mark sentiment van (niet-Europese) beleggers overdreven. Ofschoon een verhoging van het negatieve lange-rente-ecart op korte termijn niet mag worden uitgesloten, is een dergelijke situatie op wat langere termijn niet houdbaar. In de tweede helft van dit jaar kan het negatieve lange-renteverval dan ook verdwijnen waarbij licht positieve rente-ecarts op de kapitaalmarkt weer tot de mogelijkheden behoren.

#### **Franke Burink**

#### **Mark van der Kroft**

De auteurs zijn werkzaam bij de ABN Amro Bank bij resp. het Economisch Bureau en Fixed Income Sales.