

Rente

DRS. R. A. R. VAN DEN BOSCH*

Inleiding

De rente in ons land is aanzienlijk gedaald. Begin november vorig jaar kon nog worden ingeschreven op een staatslening met een rente van 12,75%, inmiddels bedraagt de rente op staatsleningen niet meer dan 9%. De geldmarktrente bedraagt ongeveer 6% en ligt daarmee ca. 8% onder het niveau van begin september 1981. De debetrente bij banken voor eerste-klasdebiteuren werd in die periode bijna gehalveerd (van 15,5% tot 8% nu), als gevolg van een zevental verlagingen van het promessedisconto van De Nederlandsche Bank en het verdwijnen van de extra opslag boven het promessedisconto. Deze rentedaling betekent niet alleen een aanzienlijke lastenverlichting voor het bedrijfsleven (die zeer globaal op f. 7 à 8 mrd. kan worden geschat), maar eveneens voor de overheid. In het hierna volgende zal worden ingegaan op de vraag of deze rentedaling zich zal voortzetten. Daartoe is het echter eerst nodig in te gaan op de factoren die tot de huidige ontwikkeling hebben geleid.

Geldmarktrente

De binnenlandse rente-ontwikkeling wordt in hoge mate bepaald door ontwikkelingen in het buitenland. In 1981 bracht het krappe monetaire beleid in de VS zeer hoge rentestanden met zich mee, waardoor de Amerikaanse dollar sterk aan kracht won op de internationale valutamarkt. De hiermee gepaard gaande verzwakking van de meeste overige valuta's bracht o.a. Europese regeringen ertoe de rente op de geldmarkt te verhogen ten einde zo de positie van de eigen valuta te beschermen. Men werd aldus wel haast gedwongen de Amerikaanse rentestijging te volgen, zij het dat landen als Duitsland en Nederland zich hier meer aan konden onttrekken dan landen als Frankrijk en Italië, hetgeen ten nauwste samenhangt met de relatief gunstig beoordeelde economische situatie in de eerstgenoemde landen (inflatie, betalingsbalans).

In het najaar sloeg het beeld om. De Amerikaanse korte rente ging fors dalen, hetgeen ook in Europa een daling van de geldmarktrente mogelijk maakte (zie figuur 1). Eind 1981 trad echter wederom een forse stijging op van de Amerikaanse rente, die tot in het eerste kwartaal van dit jaar voortduurde. Ditmaal echter accepteerden de Duitsers enig terreinverlies van de DM t.o.v. de dollar en voerden zelfs nog

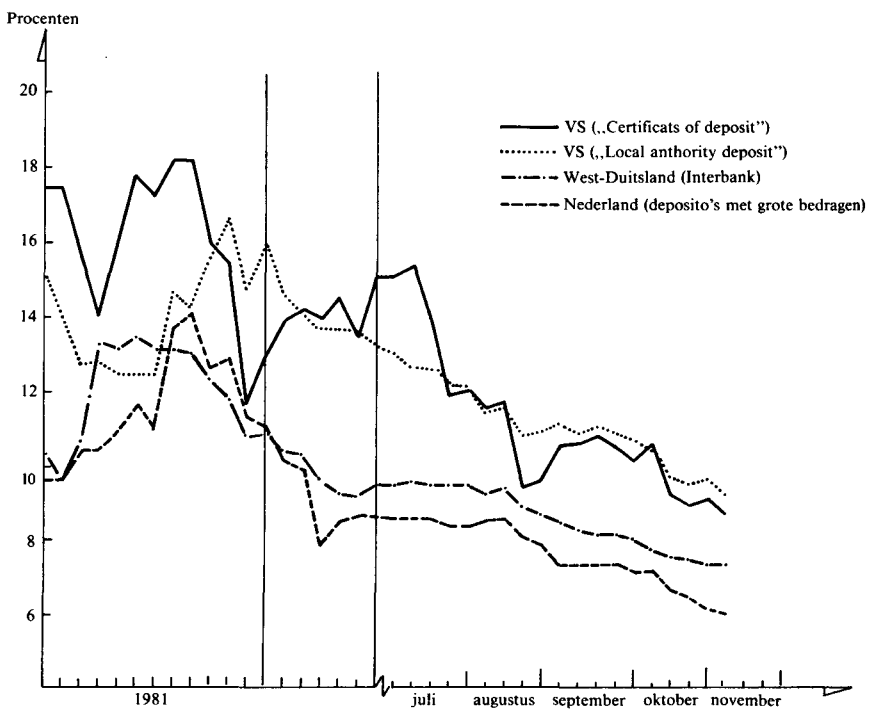
enige verdere daling van de eigen geldmarktrente door. In ons land kon de rente sneller dalen dan in Duitsland als gevolg van de krachtiger positie van de gulden t.o.v. de DM. Eind januari zakte onze korte rente dan ook onder de Duitse binnenlandse rente.

In het tweede kwartaal van dit jaar stabiliseerde de rente zich in de VS en Duitsland. De DM nam weer de sterkste positie in binnen het EMS (zie figuur 2). Ten einde te voorkomen dat de gulden terrein zou verliezen aan de DM, werd in ons land de rente weer dichterbij de buurt van de Duit-

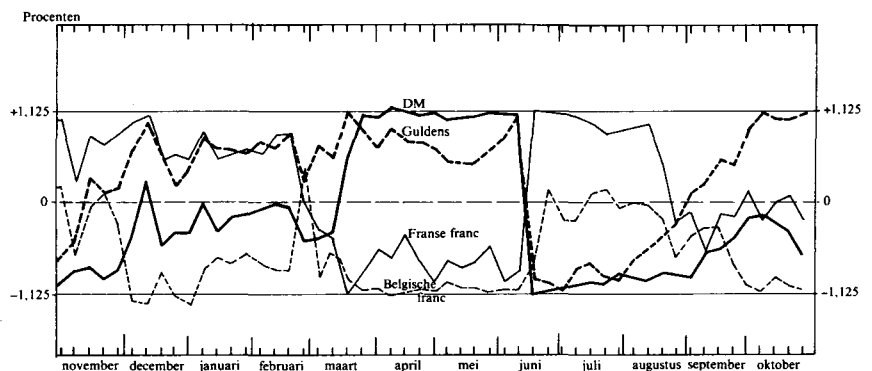
se rente gebracht. De overige EMS-valuta's (m.n. de Franse en Belgische franc) zakten echter steeds verder weg van de mark en gulden, zodat op 14 juni 1982 tot een herstelling van de middenkoersen in het EMS werd besloten. Gulden en DM revalueerden t.o.v. de overige EMS-valuta's. De economisch zwakke EMS-partners lijken voor de oplossing van hun problemen steeds vaker de uitweg te verkiezen van een devaluatie, in plaats van een adequate aanpassing van hun economisch beleid. Het voorbeeld van Frankrijk indiceert echter dat er uiteindelijk weinig voordelen door een devaluatie worden verkregen. Juist landen als Duitsland en Nederland met een sterke valuta hebben van deze revaluatie geprofiteerd. Hierbij kan worden gedacht aan de in die landen aanzienlijk lagere inflatie, zodat er in reële termen uiteindelijk geen of nauwelijks appreciatie optreedt, terwijl daarentegen het renteniveau in die landen aanzienlijk lager kan zijn dan in de devaluerende landen.

* De auteur is medewerker van het Economisch Bureau van de Amro Bank te Amsterdam. Het artikel is geschreven à titre personnel.

Figuur 1. Driemaandelijks geldmarkttarieven



Figuur 2. Relatieve positie van belangrijkste EMS-valuta's



Het korte-termijneffect van de koersherziening binnen het EMS was echter dat gulden en mark in de onderste regionen van de EMS-bandbreedte belandden. Ze waren daarom gedwongen enige positieverbetering van hun valuta af te wachten, alvorens navolging te kunnen geven aan de in juli ingezette rentedaling in de VS. De gulden herstelde zich snel, in tegenstelling tot de DM, en begin oktober werd de gulden de sterkste valuta binnen het EMS. Deze harde gulden stelde De Nederlandsche Bank al enige malen in staat om onafhankelijk van Duitsland haar officiële tarieven te verlagen. Deze ontwikkeling illustreert ook duidelijk dat veranderingen in de ruimte op de geldmarkt (vrijwel) geen invloed op de Nederlandse geldmarktrente hebben als De Nederlandsche Bank dat niet wenst. De geldmarktrente is een beleidsinstrument van De Bank in het kader van haar valutabeleid, dat erop is gericht het vertrouwen in de stabiliteit van de gulden te handhaven. Een sterke gulden maakt rentedaling mogelijk, ook al nemen de tekorten op de geldmarkt toe, zo leert de jongste discontoverlaging opnieuw.

De vraag rijst echter wel waaraan de gulden deze sterke positie t.o.v. de DM dankt. Waarschijnlijk heeft dit te maken met het in vergelijking met West-Duitsland veel grotere overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans. De exportontwikkeling aldaar stemt, na alle hooggespannen verwachtingen, enigszins teleur en de perspectieven voor exportherstel zijn somber. Onze oosterburen zullen bij voorbeeld, met hun sterk op investeringsgoederen gerichte exportpakket, veel meer dan wij gevoelig zijn voor een verminderde vraag van de OPEC-landen. Bovendien zal de opgetreden politieke spanning en de onzekerheid t.a.v. de uitslag van de verkiezingen op 6 maart, de DM zeker geen goed doen.

Kapitaalmarktrente

De ontwikkelingen op de geldmarkt doen uiteraard ook hun invloed gelden op de kapitaalmarkt. De eerste zes maanden van dit jaar gaf de kapitaalmarktrente in de VS per saldo geen daling te zien (zie figuur 3). Ondanks de al aanzienlijk lagere inflatie waren beleggers zeer bevreesd dat deze weer zou gaan oplopen. Men voorzagt dat het begrotingstekort aanzienlijk hoger zou uitvallen dan de regering zelf verwachtte, met alle gevaren van dien voor het anti-inflatiebeleid. De hiermee gepaard gaande toename van het kapitaalmarktberoep zou in een restrictief monetair klimaat snel tot hogere rentestanden kunnen leiden.

Begin juli werd in de VS een rentedaling in gang gezet die tot op heden heeft voortgeduurd. De daling was fors: de rente ligt nu ca. 4 procentpunten lager en is dicht tot het Europese niveau genaderd. Aan dit proces liggen verschillende factoren ten grondslag, maar van groot psychologisch belang is het besluit van de regering-Reagan geweest om enkele belastingverhogingen door te voeren ten einde het begrotingstekort in de hand te houden. Daar-

naast is ook het voortduren van een laag inflatieniveau, en de daling van de geldmarktrente tot onder de kapitaalmarktrente van invloed geweest.

In West-Duitsland werd deze ontwikkeling op enige afstand gevolgd, en Nederland volgde op zijn beurt de Duitse ontwikkeling, zij het dat in oktober de Nederlandse lange rente sneller daalde dan de Duitse. Inmiddels is het renteverskil op de kapitaalmarkt tussen beide landen ingekrompen van ca. 1,5 procentpunten medio juni, tot 0,8 procentpunten nu. Hieraan zal het zeer lage niveau van de Nederlandse geldmarktrente niet vreemd zijn.

Wellicht is deze rente-ontwikkeling verrassend voor diegenen die op grond van de explosieve groei van het financieringstekort van de Nederlandse overheid, geen daling hadden verwacht. De rente op de kapitaalmarkt is echter, in tegenstelling tot de geldmarktrente, een produkt van vraag en aanbod. Tegenover het sterk toegenomen overheidsberoep staat een sterk toegenomen aanbod. Vooral onder invloed van de economische recessie zijn de besparingsoverschotten van de private sector enorm toegenomen en gaan in 1982 en ook volgend jaar in toenemende mate uit boven het tekort van de overheid. Dit komt tot uitdrukking in de vorm van een oplopend overschot op de lopende rekening. De private sector staat voor de keuze zijn besparingsoverschot liquide aan te houden, dan wel op de kapitaalmarkt uit te zetten ten behoeve van de overheid, of via de kapitaalrekening van de betalingsbalans in het buitenland uit te zetten in de vorm van beleggingen en investeringen.

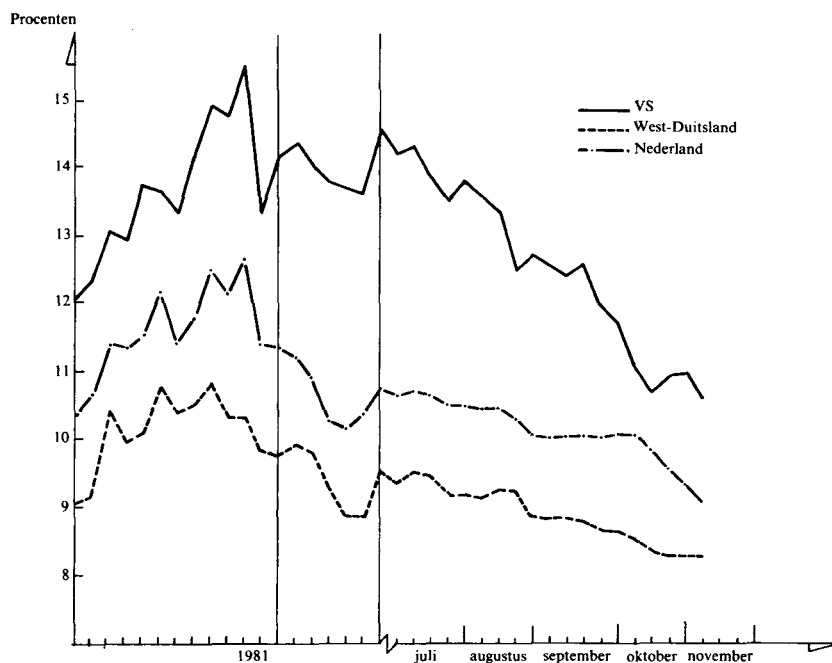
Het eerste alternatief is gezien de lage geldmarktrente niet meer erg aantrekkelijk. Voor de overige alternatieven zijn verschillen in rendement en risico-inschatting (waaronder in het bijzonder valutaire risico's) bepalende factoren. Tot nu toe is er wel enige toename in de kapitaalmarkt te bespeuren, maar het grootste deel van het

besparingsoverschot is toch bij de overheid terechtgekomen in de vorm van openbare en onderhandse leningen, en wel zodanig dat ondanks een oplopend financieringstekort de monetaire financiering van de overheid, althans dit jaar, naar alle waarschijnlijkheid zeer gering zal zijn. Dankzij de recessie slaagt de overheid erin haar enorme tekorten te financieren, zonder dat hierdoor de rentedaling een halt werd toegeroepen. Het is echter duidelijk dat, indien het overheidstekort normalere proporties zou hebben gehad, ons overschot op de lopende rekening nog groter zou zijn geweest, er nog meer kapitaalexport zou zijn opgetreden, en de lange rente aanzienlijk méér zou zijn gedaald, dan nu het geval is!

Verwachtingen m.b.t. de geldmarktrente

Mag men nu verwachten dat de rente in ons land volgend jaar onverminderd verder zal dalen? Wat de geldmarktrente betreft is hiervoor bepalend of in het buitenland de daling wordt voortgezet, en of de gulden zijn sterke positie kan behouden. De vooruitzichten zijn niet ongunstig. In de VS heeft de Federal Reserve Board (FED) begin oktober een belangrijke wijziging aangebracht in het monetaire beleid, waardoor er meer vertrouwen in haar beleid is ontstaan. Financiële innovaties hebben ertoe geleid dat het veronderstelde verband tussen de gebruikte geldgroei variabelen en de economische activiteiten nagenoeg geheel is verdwenen. De Fed zal voorlopig een geldgroei boven de gestelde grenzen toestaan, een beslissing die mede is genomen op grond van de voortgaande economische stagnatie en de inmiddels sterk gedaalde inflatie. Verwacht mag daarom worden dat de Fed de komende maanden zal pogen de korte rente verder te laten dalen. Indien de conjunctuur in de loop van 1983 mocht gaan aantrekken, zal de liquiditeitspositie van het bedrijfsleven gaan verbeteren, zo-

Figuur 3. Kapitaalmarktrente (weekultimo's, langlopende overheidsobligaties)



dat aanvankelijk de kredietvraag geen sterke toename te zien zal geven. Tevens is geen spoedig herstel van de investeringen te verwachten (overcapaciteit). Het versoepelde monetaire beleid leidt bovendien tot minder schommelingen in de rente, zodat er meer rust is gecreëerd.

Duitsland zal, gezien de ongunstige economische situatie, proberen deze rentedaling te volgen. Dit is zeker mogelijk indien de DM zijn positie t.o.v. de dollar enigszins zou weten te verstevigen, maar ook zonder dat kan in West-Duitsland de geldmarktrente nog wat verder zakken. Overigens kan men enig koersherstel van de DM t.o.v. de dollar niet geheel uitsluiten: indien de conjunctuur in de VS inderdaad zou aantrekken, brengt dit een verslechtering van de externe positie van de VS met zich mee, terwijl in Duitsland een verdere verbetering mag worden verwacht. Op grond van de huidige overwaardering van de dollar en de verwachte uiteenlopende betalingsbalansontwikkeling kan enige positieverbetering van de DM optreden. Overigens zal de gulden een dergelijke ontwikkeling zonder terreinverlies kunnen volgen op grond van het nog grotere lopende-rekeningoverschot en de verder dalende inflatie. Deze visie betekent dat de geldmarktrente in ons land volgend jaar verder kan dalen. Het tempo wordt dan primair bepaald door de internationale rentedaling. Indien de DM zijn positie t.o.v. de dollar niet zou weten te verstevigen, is weer een sterkere positie van de gulden t.o.v. de DM te verwachten, hetgeen de mogelijkheid met zich mee brengt van enige rentedaling los van Duitsland. Grote budgettaire problemen zouden het vertrouwen in de gulden kunnen schaden, maar dit lijkt op korte termijn geen groot gevaar, daar ook het buitenland budgettaire problemen heeft.

Verwachtingen m.b.t. de kapitaalmarkt-rente

In de VS blijft de omvang en financiering van het begrotingstekort een onzekere factor. Voor het fiscale jaar 1983 (vanaf 1 oktober 1982) wordt dit tekort officieel nog steeds geraamd op \$ 115 mrd., maar zonder nieuwe begrotingsmaatregelen zal dit tekort waarschijnlijk oplopen tot ca. \$ 150 mrd. Ten einde een wederom oplopen van de rentetarieven te vermijden, zullen begin 1983 nieuwe begrotingsmaatregelen ter beperking van het tekort onvermijdelijk blijken te zijn. Het aanbod op de kapitaalmarkt zal kunnen toenemen onder invloed van het aanzienlijk lagere renteniveau op de geldmarkt. Daarvan uitgaande, is een verdere beperkte daling van de rente in de VS te verwachten, die echter omgeven wordt door grote onzekerheden.

Ook in West-Duitsland zijn de budgettaire problemen aanzienlijk. Een aanvullende begroting heeft het financieringstekort van de centrale overheid over 1982 op DM 40 mrd. gebracht (was DM 34 mrd.). De begroting voor 1983 is herzien omdat de uitgangspunten van de vorige coalitie te optimistisch waren. Op grond van de her-

ziene begroting zal het financieringstekort over 1983 DM 41,5 mrd. bedragen, tegen DM 28,5 mrd. in de oorspronkelijke begroting. Het tekort van de gehele overheid zal zich naar verwachting vrijwel stabiliseren op een niveau van 5% van het bruto nationaal produkt. Tegen deze achtergrond zal de Duitse lange rente een Amerikaanse rentedaling kunnen volgen.

Overheidsfinanciën Nederland

Indien men afgaat op het bereikte regeerakkoord, dat ten grondslag ligt aan het nieuwe CDA/VVD-kabinet, zijn de vooruitzichten ten aanzien van het financieringstekort in Nederland gunstig. Daar op het moment van schrijven nog geen regeringsverklaring ter nadere toelichting beschikbaar was, is het volgende uitsluitend op genoemd akkoord gebaseerd.

Weliswaar zal in 1983 nog geen daling kunnen worden gerealiseerd, maar in de periode tot en met 1986 „dient het kabinet als taak te aanvaarden (...) de lastendruk tenminste te stabiliseren en het financieringstekort terug te brengen met 1% van het nationale inkomen per jaar, gerekend vanaf 1982” 1). Men zou op grond van dit scenario in 1986 een financieringstekort van 7% mogen verwachten. Het regeerakkoord geeft een duidelijk richtsnoer om dit te bereiken. Uitgaande van een constante collectieve-lastendruk wordt een schatting gemaakt van de toename van alle overheidsontvangsten. Aldus ontstaat de zogenaamde „collectieve ruimte”. Vervolgens wordt allereerst de beoogde tekortvermindering op de collectieve ruimte in mindering gebracht. Alleen de resterende ruimte is dan beschikbaar voor collectieve uitgaven.

Ondanks deze beleidsvoornemens, is het onzeker of men er inderdaad in zal slagen het tekort met 4% terug te dringen. De *Miljoenennota 1983* voorzag voor 1983 al een toename van het tekort van 0,5% van het nationaal inkomen. De door de nieuwe regering aangebrachte wijzigingen in het pakket begrotingsmaatregelen uit de *Miljoenennota* (f. 13 mrd.) zullen naar verwachting tot enige verdere tekortvergroting leiden. De lagere rentelasten zullen ongetwijfeld wegvallen tegen de altijd weer optredende niet gerealiseerde ombuigingen en een tegenvallende werkloosheidsontwikkeling. Fundamenteel is dat de regering volgend jaar de salarissen in de collectieve sector wil bevriezen. Een loonpauze in de particuliere sector leidt dan echter tot minder belastinginkomsten en daardoor grotere tekorten. Indien de regering later zou besluiten tot een loonmaatregel voor de particuliere sector, zal het tekort nog verder toenemen. Maar in de jaren daarna dan? Indien we optimistisch ramen dat het tekort in 1983 slechts 0,5% hoger is dan dit jaar, betekent dit dat in de drie volgende jaren het tekort met 4,5% moet worden teruggedrongen, d.w.z. met gemiddeld 1,5% per jaar, in plaats van de eerder genoemde 1%. Het valt te betwijfelen of dit een haalbare kaart is. Immers, de regering denkt, uitgaande van een economische groei van gemiddeld

1,5% per jaar, en 2% loonmatiging, al f. 7 mrd. per jaar te moeten bezuinigen in de periode 1984 tot en met 1986.

De 4,5% tekortreductie noodzaakt echter tot grotere ombuigingen. Indien de economische groei geringer is dan voorzien, of indien de veronderstelde loonmatiging niet wordt gerealiseerd, zullen de ombuigingen nog omvangrijker dienen te zijn. Uit het regeerakkoord blijkt niet duidelijk of men hiertoe ook harde afspraken heeft gemaakt. Dat valt wel zeer te hopen, want de andere uitwegen: verhoging van de collectieve-lastendruk, voortdurende loonmaatregelen, of grotere financieringstekorten, zijn alle zeer schadelijk voor ons economisch herstel.

Het financieringstekort zal derhalve in 1983 zeker niet verminderen en in de jaren daarna is het niet denkbeeldig dat het tekort slechts bijzonder weinig zal afnemen. De dekking van het tekort zal in 1983 zonder al te grote problemen grotendeels op de kapitaalmarkt kunnen plaatsvinden, daar het overschot op de lopende rekening naar verwachting nog verder zal toenemen.

Ten aanzien van de kapitaalmarktrente mag normaliter worden verwacht dat deze de internationale, vrij beperkte, rentedaling kan volgen. Op korte termijn zal bovendien enige daling kunnen optreden onder invloed van het lage niveau van de geldmarktrente. Men kan echter niet geheel uitsluiten dat de Nederlandse lange rente de buitenlandse ontwikkeling met een grotere vertraging gaat volgen. In het vooruitzicht van een wellicht hoog blijvend tekort zullen beleggers misschien enige aarzelingen gaan vertonen bij de kredietverlening aan de staat, hetgeen kan leiden tot rentestijgingen en/of tot minder kapitaalmarktaanbod ten behoeve van de staat.

Conclusie

In Nederland zal in 1983 zowel de geldmarkt- als de kapitaalmarktrente verder kunnen dalen. De perspectieven voor een verdere daling op de geldmarkt zijn gunstiger dan op de kapitaalmarkt. Van de inmiddels opgetreden rentedaling zal, zeker indien deze zich voortzet, een gunstige invloed op bedrijfsleven en overheid uitgaan. Het zal met name het bedrijfsleven in staat stellen zijn financiële positie weer enigszins te verstevigen, hetgeen een van de belangrijkste voorwaarden is voor een herstel van de investeringen.

R. A. R. van den Bosch

1) *Nederlandsche Staatscourant*, 21 oktober 1982, blz. 4.