

Rentedaling: een moeizaam proces

DRS. CHR. BRANDSMA — DRS. TH. H. KAUFFMAN*

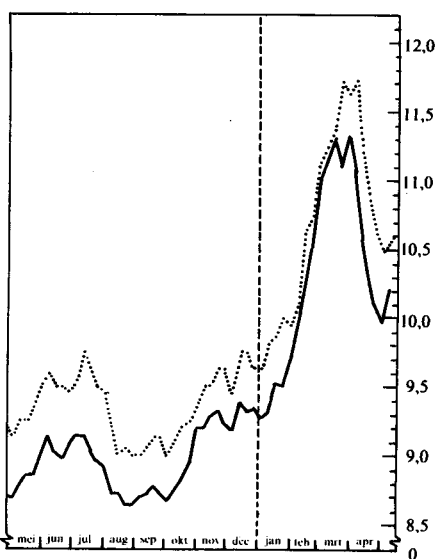
Een terugblik

In het eerste kwartaal van dit jaar was het renteverloop op de binnenlandse kapitaalmarkt opwaarts gericht. Zo zijn de rentetarieven op de onderhandse markt voor leningen aan provincies, gemeenten e.d. met twee volle procentpunten tot een niveau van circa $11\frac{5}{8}\%$. Deze forse rentestijging heeft zich eveneens voorgedaan op de openbare kapitaalmarkt. De Staat der Nederlanden was in maart voor de eerste maal in zijn geschiedenis genoodzaakt uit te komen met een $11\frac{1}{2}\%$ -coupon obligatielening tegen nog „slechts” $9\frac{1}{4}\%$ eind vorig jaar. Begin april begon zich onder invloed van het buitenlandse renteverloop, met name dat in de Verenigde Staten, een rentedaling af te tekenen. Een daling welke echter begin mei werd stopgezet door de discontoverhoging van De Nederlandsche Bank als uitvloeisel van de rentepolitiek van de Bundesbank in West-Duitsland.

De tarieven op de geldmarkt daarentegen vertoonden in de eerste maanden van het jaar een daling van bijna twee procentpunten tot een niveau van circa $10\frac{1}{2}\%$ wat betreft het tarief voor de driemaands kasgeldleningen aan de lagere overheid. Mede door de discontoverhoging begin mei fluctueert dit tarief thans rond een niveau van $11\frac{1}{4}\%$. De beweging van de lange rente heeft zich in de afgelopen twaalf maanden als volgt voltrokken (zie figuur).

De oorzaak van het escalerend renteverloop op de binnenlandse kapitaalmarkt werd in belangrijke mate bepaald door de verslechterde vooruitzichten van 's rijks financiën. Het zorgwekkend uitzijnde financieringstekort van omstreeks f. 20 mrd. (exclusief de bezuinigingsmaatregelen) voor het jaar 1980 gaf de geldgevers voldoende aanleiding om hun rendementseisen op te schroeven. Deze gang van zaken werd bovendien nog gurgesteund door het voortduren van het stijgend internationale renteverloop, met name in de Verenigde Staten en in West-Duitsland. In beide landen was in de laatste maanden sprake van een verhoging van de officiële discontotarieven. Opmerkelijk, doch ook geruststellend, was het feit dat De Nederlandsche Bank als gevolg van de sterke positie van de

Figuur. Effectieve rendementen in de periode 3 mei 1979 t/m 8 mei 1980



- 25 onderhandse leningen aan provincies, gemeenten e.d.
- 3 langstlopende aflosbare staatsleningen.

gulden binnen het EMS haar officiële tarieven niet behoefde te wijzigen. Begin mei daarentegen zag de Bank zich genoodzaakt de Westduitse discontoverhoging wél te volgen. Immers, in perioden van tijdelijke zwakte van de valutamarkt — zo heet het in het onlangs uitgebrachte verslag over 1979 van De Nederlandsche Bank — moet het geldmarktbeleid voldoende restrictief zijn om een eventueel ontluikend wantrouwen tegen de valuta zo snel mogelijk in de kiem te smoren.

Naast het bovenstaande waren ook de volgende factoren van invloed op het verloop van de lange rentetarieven in de afgelopen tijd:

- een verwachte voortgaande tekortsituatie van de lopende rekening van de betalingsbalans;
- een sterk oplopende inflatieverwachting;
- het voortduren van de kredietrestrictie voor de financiële instellingen.

Alvorens de vraag te beantwoorden hoe de rentetarieven in Nederland zich in

de komende maanden zullen gaan ontwikkelen worden de volgende meer algemene opmerkingen gemaakt:

• Zoals het er thans naar uitziet zal de forse olieprijsstijging de wereldeconomie, die in het afgelopen jaar toch al een minder gunstig verloop kende, in 1980 verder doen verslechteren. Immers, de prijsstijging van het „zwarte goud” impliceert een belangrijke verslechtering van de ruilvoeten, wat in concreto neerkomt op een vermindering van de reële bestedingsmogelijkheden. Daarnaast hebben de onzekerheden omtrent de toekomstige energievoorziening de mondiale groeivoorzichten minder optimistisch gemaakt, waardoor de investeringsgeneigdheid afgenomen is. Al met al dient dit jaar met een zeer matige groei van de wereldhandel rekening te worden gehouden van omstreeks 2,5% tegen nog 7,5% in 1979. De monetaire effecten van de olieprijsstijging zullen onder meer tot uiting komen in een oplopend inflatietempo en een drastische verslechtering van de betalingsbalansposities der industrielanden en niet-olieproducerende ontwikkelingslanden.

• Het groeiend besef bij de nationale overheden, dat de inflatiebestrijding krachtig ter hand diende te worden genomen, leidde in het afgelopen jaar tot een sterker gevoerd restrictief monetair beleid, een politiek welke thans ook nog wordt gevolgd. Dit beleid grijpt grotendeels in aan de vraagzijde van het economische proces. Het probleem evenwel waarmee de wereldeconomie te kampen heeft, namelijk het zich min of meer voordoende stagflatieproces, heeft vooral te maken met de factoren die grotendeels aan de aanbodzijde van het economische proces liggen, zoals de ontwikkeling van de arbeidsproductiviteit die achter loopt bij de groei van de loonkosten, het inflatiestimulerend afwentelingssysteem en de sterke invoerprijsstijging van olie en andere grondstoffen. Het te eenzijdig gehanteerde monetaire instrumentarium in het kader van de inflatiebestrijding heeft in de eerste maanden van dit jaar in enkele landen reeds geleid tot een zekere beleidsaanpassing, in belangrijke mate overigens nog gericht op de vraagzijde van de economie. Zo wordt in de Verenigde Staten met behulp van budgettaire maatregelen het restrictieve monetaire beleid meer ruggesteund gegeven. In Nederland vindt dit evenzeer plaats met bovendien daarbij inkomensbeperkende maatregelen.

• De drastische verslechtering van de betalingsbalansen der industrielanden heeft in enkele landen geleid tot een zekere verandering van het tot heden toe

* Hoofd afdeling Beleggingen resp. macro-econoom van die afdeling bij de Stichting Sociaal Fonds Bouwnijverheid te Amsterdam. Het artikel is geschreven à titres personnels.

gevoerde monetaire beleid en het valuta-beleid. Waren de monetaire autoriteiten in beginsel geneigd het effect van de valutaire spanningen als gevolg van de betalingsbalansverstoringen en de verschillen in inflatietempo zoveel mogelijk te laten doorwerken in de geldmarkt-tarieven en in de binnenlandse monetaire verhoudingen, thans moet met name ten aanzien van dit laatste een zekere verruiming geconstateerd worden. Zo heeft de Bundesbank onlangs bekendgemaakt dat aan niet-ingezetenen wordt toegestaan vastrentende waarden in D-marken te kopen met een looptijd vanaf 2 jaar in plaats van vanaf 4 jaar. Daarnaast heeft het Westduitse Ministerie van Financiën in Saoedi-Arabië promises geplaatst voor een bedrag van DM 5 mrd. In Nederland heeft de centrale bank de beperkende maatregelen voor het bankwezen wat betreft het netto buitenlands passief opgeheven. Al deze maatregelen hebben als doel de kapitaal-invoer te vergemakkelijken ter compensatie van de deficitaire betalingsbalansontwikkelingen. Bovendien zal de kapitaalimport stabiliserend werken op de koersvorming van de valuta. Niettegenstaande de positieve kanten van deze maatregelen dient evenwel gewezen te worden op het feit dat het interne aanpassingsmechanisme door de liquiditeitsvergroten invloed van deze kapitaalimport wordt doorkruist.

Bovenstaande punten geven te kennen dat inflatiebestrijding voor de monetaire autoriteiten een moeilijk en langdurig proces betekent. Vandaar dat vooralsnog rekening moet worden gehouden met een aanhoudend hoog, doch uiteindelijk wel dalend inflatietempo.

Vooruitzichten

In het licht van een afzwakkende respectievelijk stagnerende, economische bedrijvigheid, zowel nationaal als internationaal, is het aannemelijk te veronderstellen dat het renteverloop eerder neerwaarts gericht behoort te zijn dan opwaarts. Immers, als gevolg van een minder expansieve economische bedrijvigheid zal de vraag naar financieringsmiddelen kleiner zijn dan het aanbod. De jaren zeventig hebben evenwel geleerd dat het renteverloop, althans in Nederland, afhangt van nog een groot aantal andere factoren.

Voor de komende tijd lijkt het zeer waarschijnlijk dat de volgende elementen het meest bepalend zullen zijn voor het rentegebeuren in ons land. Wat betreft de binnenlandse factoren dient allereerst te worden gewezen op de ongunstige invloed van 's rijks financiën op de kapitaalmarkt-tarieven. Als gevolg van de hoge nominale uitgaven en de tegenvallende belastingsopbrengsten zal het financieringstekort op kasbasis dit jaar ondanks de genomen bezuinigingsmaat-

maatregelen, circa f. 18 mrd. bedragen. Aangezien de overheid zowel op de openbare kapitaalmarkt als op de geldmarkt zekere grenzen in acht dient te nemen aangaande de mate van dekking van haar financieringstekort — in casu het aantal emissies op de openbare kapitaalmarkt en het door De Nederlandsche Bank aan de overheid toegekende deel van de geldschepping door middel van monetaire financiering van f. 3 mrd. — zal zij haar beroep op de onderhandse markt moeten vergroten. Enige extra ruimte voor dit overheidsberoep is weliswaar aanwezig vanwege de verwachte vertraging in de groei van het hypothecaire en het consumptieve krediet, waardoor het beroep van de financiële instellingen op de kapitaalmarkt in de loop van het jaar zal afzakken. Daarentegen zal de spaarquote van de particuliere sector, met name die van de „vrije” besparingen, als gevolg van de negatieve inkomensgroei geen duidelijke verbetering te zien geven na de teruggang in de afgelopen jaren.

Ten tweede zullen van de kant van het inflatieverloop geen renteverlagende impulsen uitgaan. Mede vanwege een hoger uitvallende invoerprijsstijging en een binnenlandse kostenstijging zal er sprake zijn van een aanzienlijke tempoversneling tot een niveau van circa 8% tegen het einde van het jaar. Bedroeg in 1979 het gemiddelde inflatietempo 4,2%, voor dit jaar zal er ondanks de effecten voortvloeiende uit de nieuwe loonmaatregelen rekening moeten worden gehouden met een gemiddelde stijging van 6 à 6,5%. Echter, in het licht van de internationale inflatieontwikkeling van omstreeks 10% springt de Nederlandse inflatiegraad er relatief gunstig uit. Met andere woorden, ondanks een stijgend inflatieverloop zal de invloed hiervan op de rentebeweging tamelijk gering kunnen zijn.

Ten derde ziet het er naar uit dat de rentetarieven op de binnenlandse geldmarkt zich op een relatief hoog niveau zullen blijven bewegen. Zoals bekend is sinds enkele jaren sprake van een structurele krapte op de geldmarkt. Debet aan deze ontwikkeling zijn de voortgaande groei van de bankbiljettencirculatie en de verslechterende van de positie van de gulden op de valutamarkten. Ook dit jaar zal de krappe situatie op de geldmarkt zich blijven voordoen. Immers, de vooruitzichten voor de lopende rekening van de betalingsbalans zijn van dien aard dat rekening moet worden gehouden met een voortgaande, hoewel afnemende, tekortsituatie. Was in 1979 nog sprake van een tekort van f. 4,1 mrd. (op transactiebasis), dit jaar zal het tekort volgens de meest recente raming van het Centraal Planbureau teruglopen tot circa f. 1 mrd. Negatieve invloeden op de betalingsbalansontwikkeling blijven de sterke prijsstijging van ruwe olie en de vertraagde doorberekening in de exportprijzen van aardgas. Daarbij komt dat de sterke teruggang van het groeitempo van de

wereldhandel te zamen met het onevenwichtige binnenlandse uitvoerpakket de exportgroei sterk zal reduceren. Een positieve factor voor de lopende rekening van de betalingsbalans is de verwachte ontwikkeling van het toeristenverkeer. Als gevolg van de negatieve reële inkomensgroei dit jaar is de kans aanwezig dat de groei in het buitenlandse reisverkeer zal afnemen, waardoor het tekort op de lopende rekening zou kunnen verminderen. Eveneens positief voor het betalingsbalansverloop is de verwachte intoring op de voorraden. Mede als gevolg hiervan zal de importgroei qua volume een negatief cijfer vertonen.

Ten aanzien van de positie van de gulden zijn de vooruitzichten geleidelijk aan positiever geworden. Door de drastische betalingsbalansverslechtering in West-Duitsland dit jaar tegen een zich verbeterende situatie in Nederland is de positie van de gulden ten opzichte van de D-mark sterker geworden. In hoeverre deze trend zich zal voortzetten hangt mede af van het inflatieverloop in beide landen. Zoals het er thans naar uitziet zal het gemiddelde inflatietempo in 1980 alhier circa 1 procentpunt hoger zijn dan in West-Duitsland. Zodoende is het aannemelijk te stellen dat de huidige sterke positie van de gulden binnen het EMS in de loop van het jaar eerder bestendig zal blijven dan in kracht verder zal toenemen. Mèt andere woorden, de kans op een verruiming van de geldmarkt uit hoofde van speculatieve kapitaalbewegingen is momenteel gering te noemen.

Ten slotte dient nog te worden gewezen op het huidige monetaire beleid. Eind vorig jaar besloot De Nederlandsche Bank tot voortzetting van het restrictief monetair beleid. De Bank acht deze gedragslijn vooral noodzakelijk in verband met de verslechterde toestand van 's rijks financiën, waardoor wederom sprake zal zijn van een aanzienlijke mate van monetaire financiering van het begrotingstekort. Verder acht de Bank het noodzakelijk om het betalingsbalansstekort in beginsel te laten doorwerken in de geldmarkt-tarieven en in de binnenlandse monetaire verhoudingen, ten einde de koers van de gulden veilig te stellen en geen voeding te geven aan de inflatieverwachtingen. Nu evenwel sprake is van een relatief sterkere positie van de gulden en opheffing van de beperkende maatregelen voor de deviezenbanken waardoor kapitaalimport vergemakkelijkt wordt, is ruimte aanwezig voor een zekere doch genuanceerde wijziging van de hoge-rentepolitiek.

Samenvattend is het aannemelijk te stellen dat op grond van de binnenlandse monetaire ontwikkelingen vooralsnog geen essentiële verdere rentedaling zal plaatsvinden, ondanks het neerwaarts gerichte conjunctuurverloop.

Het binnenlandse renteverloop wordt evenwel in belangrijke mate bepaald door het internationale renteverloop in met name West-Duitsland, vanwege het

EMS-arrangement, en de Verenigde Staten, vanwege de sleutelpositie van de dollar in het internationale monetair stelsel. In de tabel wordt het verloop van de rente in een aantal landen vanaf september 1979 tot en met april 1980 weergegeven.

Wat betreft het renteverloop in West-Duitsland ziet het er naar uit, dat de rentetarieven in het tweede kwartaal op hun hoogtepunt zullen zijn, hoewel een onmiddellijke sterke daling niet waarschijnlijk is. De volgende argumenten worden daartoe aangevoerd:

- door de doorwerking van de olieprijsstijging van eind vorig jaar in het consumptieprijspeil en de invloed van de recentelijk afgesloten loonakkoorden die een kostenstijging van 8% teweegbrengen, zal de inflatie in de loop van het eerste halfjaar niet onaanvaardig oplopen. Bij uitwerking van deze factoren zal in het laatste halfjaar het inflatietempo weer kunnen afnemen, mede indien het volgende punt in acht wordt genomen;
- de huidige economische indicatoren vertonen nog steeds geen tekenen van een beduidende conjuncturele afzwakking. Echter, gezien de relatief geringe reële inkomensgroei, de invloed van de hoge rentestand en de mondiale economische teruggang is het zeer aannemelijk dat in de loop van het tweede halfjaar de economische bedrijvigheid zal afnemen;
- gelet op de zwakke ontwikkeling van de Westduitse betalingsbalans (een tekort op de lopende rekening in 1980 van DM 20 à 25 mrd. en de minder sterk geworden positie van de D-mark zullen de rentetarieven vooralsnog op een hoog niveau blijven;
- de Bundesbank zal haar krapgeldpolitiek voorlopig moeten continueren. Niet alleen vanwege het oplopend inflatietempo, maar ook vanwege de noodzaak om kapitaalvoer te stimuleren ter dekking van het betalingsbalanstekort.

Voornoemde verwachtingen doen saamenvattend vermoeden dat de Bundesbank in de laatste twee kwartalen van dit jaar meer speelruimte zal krijgen voor een minder strak gevoerd monetair beleid. De mate waarin de rentetarieven neerwaarts gericht zullen zijn, zal echter

voor een groot deel worden bepaald door de valutaire positie van de dollar en het renteverloop in de Verenigde Staten. Omtrent deze factoren kan het volgende opgemerkt worden.

• De huidige sterke positie van de dollar op de internationale valutamarkten wordt hoofdzakelijk gedragen door het relatief hoge renteniveau. Van een fundamenteel herstel van de dollar zal dit jaar evenwel geen sprake zijn. Immers, de lopende rekening van de betalingsbalans zal vooralsnog geen duidelijke verbetering te zien geven, ondanks de afzwakende economische groei. Daarbij komt dat het inflatietempo in eerste termijn geen noemenswaardige daling te zien zal geven, ondanks de recentelijk genomen nieuwe monetair en budgettaire maatregelen. Een zwak punt in het aldaar gevoerde anti-inflatiebeleid is het systeem van vrijwillige loon- en prijsbeheersing in een periode van dalende arbeidsproductiviteit. Voor het inflatieverloop dit jaar is de vraag wel of geen zware recessie niet zo relevant; voor de inflatieverwachting wél. Het inflatietempo zal zich evenwel in internationaal opzicht op een hoog niveau blijven bewegen, zodat dit een remmende factor vormt voor een erg sterke daling van de kapitaalmarktrenten.

• De tarieven op de geldmarkt daarentegen zullen in de loop van de zomermaanden een verdere daling vertonen. De verwachte loonstijging zal onvoldoende zijn om de kosten van levensonderhoud bij te houden. Konden de gezinshuishoudingen aanvankelijk hun uitgavenpatroon nog op peil houden door flink in te teren op hun spaartegoeden, voor de resterende kwartalen in het lopende jaar lijkt het onwaarschijnlijk dat deze tendens voort kan gaan. Ook de investeringsuitgaven zullen weinig of geen reële toename te zien geven als gevolg van de beperkte groeivoorzichten. Een en ander betekent de start van een recessie dit jaar, hetgeen impliceert dat het hoge renteniveau op de geldmarkt zal afnemen. Omdat de positie van de dollar zowel vanwege de binnenlandse conjuncturele ontwikkelingen als vanwege de instabiele internationale politieke situatie binnen de gevarenzone zal blijven liggen, zullen de rentetarieven op de geldmarkt op een toch nog relatief hoog niveau blijven fluctueren, hoewel de neerwaarts gerichte beweging sterker zal zijn dan die op de kapitaalmarkt.

Conclusie

In het tweede kwartaal van dit jaar heeft een zekere daling van de binnen- en buitenlandse kapitaalmarktrenten plaatsgevonden. De interne en externe rentebepalende factoren geven echter te kennen dat de rentedaling in Nederland voorlopig van beperkte omvang zal zijn. Redelijkerwijze kunnen de rentetarieven pas in 1981 op een beduidend lager niveau terecht komen.

Chr. Brandsma
Th.H. Kauffman

Tabel. Laatste bekende rendementen op staatsobligaties in een aantal beleggingslanden, maandultimo's, in procenten

	1979				1980			
	sept.	okt.	nov.	dec.	jan.	febr.	maart	april
Verenigde Staten	9,2	10,3	10,0	10,1	11,0	12,5	12,6	11,4
West-Duitsland	7,7	8,1	7,8	7,9	8,1	8,9	9,7	9,0
Japan	7,6	8,0	8,1	8,2	8,0	8,9	9,5	10,2
Frankrijk	10,7	10,4	10,6	11,8	11,8	13,1	13,3	12,8
Verenigd Koninkrijk	12,3	13,1	14,3	14,3	13,7	14,2	14,4	13,8
Nederland	8,7	9,2	9,2	9,4	9,6	11,2	11,5	10,0

Bron: Amrobank.