

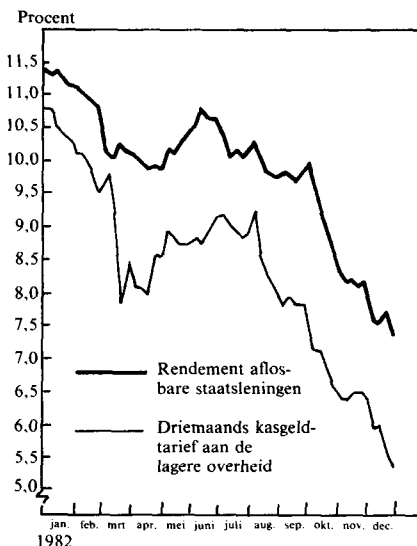
De rente in 1983

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

Terugblik

De in het najaar van 1981 ingezette daling van de rentetarieven op de binnenlandse geld- en kapitaalmarkt heeft zich in 1982 vrijwel onafgebroken kunnen handhaven. In de eerste vier maanden van 1982 daalden de rentetarieven voor wat betreft de aflosbare staatsleningen met bijna anderhalf procentpunten tot een niveau van even onder de 10%. In de maanden mei en juni begonnen de tarieven weer aan te trekken tot een niveau van 10¾%. Nadien was de trend weer neerwaarts gericht. In de maand december belandde de rente op een niveau van omstreeks 7½%. De grootste daling vertoonden evenwel de geldmarkt-tarieven die met bijna 5½ procentpunten terugliepen tot een niveau van 5¾% voor wat betreft de driemaands kasgeldleningen aan de lagere overheid. Tekenend voor de sterke daling van de korte rentetarieven was het feit dat De Nederlandsche Bank in 1982 maar liefst achtmaal haar officiële tarieven wijzigde. De beweging van de korte en de lange rente wordt in figuur 1 weergegeven.

Figuur 1. Geld- en kapitaalmarkt-tarieven in Nederland (midweekcijfers)



De forse daling van de korte rente werd in belangrijke mate veroorzaakt door de sterke positie van de gulden in het Europese Monetair Stelsel als uitvloeisel van het positieve verloop van de lopende rekening van de Nederlandse betalingsbalans en de

relatief lage inflatiegraad ten onzent. De rentedaling werd versterkt door de speculaties tegen de Franse frank, welke omvangrijke geldmarktverruimende valuta-interventies door De Nederlandsche Bank tot gevolg hadden. Ten slotte speelde ook het gebeuren in de Verenigde Staten een belangrijke rol. In de zomermaanden vond daar een kentering plaats in het gevoerde monetaire beleid om een economische opleving te bewerkstelligen en de financiële markten de noodzakelijk geachte armslag te bieden. Vanaf medio juli werd het Amerikaanse disconto in zeven etappes verlaagd van 12% naar 8½%.

Op de binnenlandse kapitaalmarkt was eveneens sprake van een forse daling der rentenoteringen. Hoewel de daling van de geldmarkt-tarieven voor een belangrijk deel invloed uitoefende op deze ontwikkeling was de renteverlaging op de Amerikaanse geld- en kapitaalmarkt toch de dominerende factor achter de algehele renteverlaging op de lange binnenlandse markt. Immers, door het afnemende rente-ecart en de aanhoudende vaste positie van de gulden op de valutamarkten nam de belangstelling van niet-ingezetenen voor Nederlandse schuldtitels weer toe, hetgeen een renteverlagende impuls impliceerde. Ook was het gunstige verloop van de binnenlandse kabinetsformatie van invloed op de neerwaartse richting van de binnenlandse rentetarieven. Het feit dat het financieringsstekort van de overheid in 1982 een zeer forse stijging te zien gaf, kon aan deze ontwikkeling geen halt toeroepen.

Vooruitzichten

Voor 1983 lijkt het waarschijnlijk dat de volgende tendensen het meest bepalend zullen zijn voor het rentegebeuren in ons land.

Gelet op de binnenlandse factoren zal het rentebeeld opnieuw gunstig worden beïnvloed door de positief blijvende ontwikkeling van de lopende rekening van de betalingsbalans. De sterke verbetering van de Nederlandse concurrentiepositie, de voortgaande daling van de binnenlandse particuliere bestedingen (waaronder kapitaalgoederen!) en de verbeterde dienstbalans lijken een verdere vergroting van het overschot op de lopende rekening in 1983 te garanderen. Volgens de meest recente ramingen van het Centraal Planbureau is een surplus van f. 14 à 15 mrd. in 1983 haalbaar tegen een waarschijnlijk

overschot van f. 12 mrd. in 1982. Hierbij dient te worden aangetekend dat een lagere olieprijs zou kunnen zorgen voor een minder positieve bijdrage van de export van aardgas. Door het oplopen van het betalingsbalansoverschot blijven de vooruitzichten voor een geleidelijke rentedaling op de geldmarkt en in het verlengde daarvan ook op de kapitaalmarkt aanwezig. Immers, als gevolg van de lagere geldmarkt-tarieven zal een deel van het surplus zich richten op de kapitaalmarkt, hetgeen een impuls tot rentedaling met zich meebrengt.

Van de kant van het inflatieverloop zijn de vooruitzichten op een voortzetting van het dalende renteniveau eveneens gunstig te noemen. Mede als gevolg van het inkomensmatigingsbeleid, de geringere invoerprijsstijging en de zwak blijvende economische bedrijvigheid zal het inflatietempo in 1983 met ruim 3 procentpunten kunnen teruglopen tot een gemiddeld niveau van circa 3%.

Voorts is de positie van de gulden op de internationale valutamarkt van invloed op een verlaging van het renteniveau. Dank zij het overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans en het in internationaal opzicht vrij lage (en nog dalende) inflatietempo in ons land zal de gulden een sterke positie binnen het Europese Monetair Stelsel blijven innemen. Inherent aan deze ontwikkeling volgt een voortgaande buitenlandse belangstelling voor Nederlandse schuldtitels, die wellicht kan worden getemperd door de financieringsproblemen van het rijk.

Wat de monetaire politiek van De Nederlandsche Bank betreft zij vermeldt dat de Bank haar accommoderend d.w.z. renteverlagend beleid zal voortzetten zolang de externe positie van de gulden dit toelaat.

Positief voor het rentegebeuren op de binnenlandse kapitaalmarkt is ook de stijging van de nationale spaarquote van 12% naar 13½% van het nationaal inkomen, die de resultante is van voornamelijk een toename van de collectieve en vrije besparingen van de particuliere sector. Aan de vraagzijde van de kapitaalmarkt zal het beeld wederom grotendeels worden bepaald door de situatie van 's rijks financiën. Immers, de investeringsneiging van het bedrijfsleven zal als gevolg van de verdere teruggang van de nationale bestedingen en de verminderde groeivoorzichten van de wereldhandel in mineur blijven. Wel kan de vraag naar woningfinanciering door de sterk gedaalde rente een lichte toename te zien geven.

Wat het beeld van de overheidsfinanciën betreft, is in 1983 opnieuw sprake van een weinig florissante situatie. Uit de *Miljoenennota 1983* en de budgettaire uitwerking van het regeerakkoord blijkt dat voorlopig sprake blijft van een voortgaande stijging van de financieringsbehoefte van het rijk

* Hoofd afdeling Beleggingen resp. macro-econom van die afdeling bij de Stichting Sociaal Fonds Bouwnijverheid te Amsterdam. Het artikel is geschreven à titre personnel, naar de stand van zaken ultimo 1982.

en de lagere overheid. Beliep het financieringstekort in 1982 circa 10¼% van het nationaal inkomen (in de Miljoenennota van 1982 werd nog uitgegaan van een financieringstekort van 6½%), in 1983 zal het tekort — ondanks de tekortbeperkende maatregelen voor dit jaar van in totaal zo'n f. 13 mrd. — verder oplopen tot een niveau van omstreeks 10¾% van het nationaal inkomen. Wanneer bij dit tekort ook nog rekening wordt gehouden met de aflossingen van de staatsschuld en de gedebudgetteerde uitgaven ten behoeve van de woningbouw, dan zal de totale financieringsbehoefte in 1983 neerkomen op zo'n 13% (in 1982 circa 12¼%).

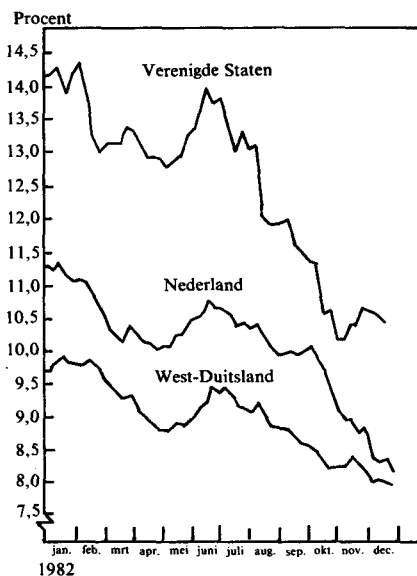
De stijging van het financieringstekort is voor een deel het gevolg van de teleurstellende economische ontwikkeling, waardoor de werkloosheidsuitkeringen sterk zullen toenemen en de belastingontvangsten, evenals in 1981 en 1982, achter zullen blijven bij de groei van het nationale inkomen. Ook de f. 8,5 mrd. lager geraamd opbrengsten uit aardgas voor 1983 en de oplopende rentelasten zijn debet aan de voortgaande stijging van de collectieve lastendruk. Hoewel de overheid door het vooralsnog uitblijven van een conjunctuureel herstel de enige belangrijke vrager op de kapitaalmarkt zal blijven, betekent een verder oplopen van haar financieringsbehoefte dat de ruimte voor een autonome daling van de rente op de binnenlandse kapitaalmarkt in belangrijke mate wordt geëlimineerd.

Overdenking van het voorafgaande leidt tot de conclusie dat het aanbodaccres van binnen- en buitenlandse financiële middelen voldoende tegenwicht zal bieden tegen het extra kapitaalmarktberoep van de overheid. Op grond van de stevige valutaire positie van de gulden en het positieve betalingsbalanssaldo behoren de rentetarieven op de binnenlandse kapitaalmarkt zich dan ook neerwaarts te bewegen. In hoeverre hier sprake van zal zijn, hangt tevens in sterke mate af van het internationale renteverloop.

Figuur 2 laat zien dat de binnenlandse kapitaalmarktrente in belangrijke mate de rente-ontwikkeling in West-Duitsland en in de Verenigde Staten volgt. Deze samenhang spruit niet alleen voort uit het participeren van de gulden in het Europese Monetair Stelsel en de sleutelpositie die de dollar in het internationale monetair stelsel inneemt, maar houdt ook verband met de grote mate van economische en monetaire openheid van Nederland.

Ten aanzien van het renteverloop in West-Duitsland kan het volgende worden opgemerkt. Uit de meest recente officiële prognoses blijkt dat de Westduitse economie in 1983 nauwelijks of geen reëel herstel te zien zal geven. Deze tegenvallende ontwikkeling is voor een belangrijk deel het gevolg van de zeer zwak blijvende, respectievelijk stagnerende, groei van de wereldhandel, waardoor de orderontvangsten uit het buitenland — ondanks de verbetering in de concurrentiepositie — een verdere terugval zullen vertonen. Het uitblijven van een economische opleving houdt ook verband met de geringe investeringsplannen

Figuur 2. Internationale kapitaalmarkttarieven (weekultimocijfers van de rendementen van langlopende aflosbare staatsleningen)



van het bedrijfsleven bij een bezettingsgraad van minder dan 75% en de verdere daling van de consumptieve bestedingen door de gematigde inkomensontwikkeling.

De lopende rekening van de betalingsbalans zal in 1983 als gevolg van een combinatie van een laag blijvende importvraag, een overigens bescheiden groei van de export en een verbetering van de ruilvoet een niet onbelangrijk overschot te zien geven. Inherent aan deze ontwikkeling is een geleidelijke versterking van de Duitse mark op de internationale valutamarkten.

Een gunstige factor voor de bestendiging van de sterke externe positie van de Duitse mark is het verloop van het inflatietempo. Mede als gevolg van de geringe volumeconjunctuur, de reeds genoemde verbetering van de ruilvoet en het op matiging gerichte inkomensbeleid zal het percentage van de geldontwaarding in 1983 een afname te zien geven tot een niveau van gemiddeld 3½% tegen gemiddeld 5% in 1982.

Door deze gunstige inflatie-ontwikkeling en de verwachte waardevermeerdering van de Duitse mark lijkt het mogelijk dat de Bundesbank geleidelijk een minder krap geldbeleid zal gaan voeren om het economisch herstel op gang te helpen. In concreto zal dit neerkomen op het laten toenemen van de „Zentralbankgeldmenge” naar de bovenste helft van de bandbreedte van 4 tot 7%.

De tegenvallende economische ontwikkeling zal leiden tot een verslechtering van de overheidsfinanciën, waardoor niet meer voldaan kan worden aan de doelstelling van een beperking van het begrotingstekort. Zoals het er thans naar uitziet zal het financieringstekort van de gezamenlijke overheden in 1983, ondanks de aangebrachte bezuinigingen van DM 5,6 mrd., boven het tekort van 1982 (te weten DM 76 mrd.) uitstijgen. Dit komt neer op een tekort van 4½ à 5% van het bruto nationaal produkt. De relatief hoog blijvende financieringsbehoefte impliceert dat de Bun-

desbank van die zijde wordt begrensd in haar beleid van renteverlaging.

Afweging van het bovenstaande geeft te kennen dat de kans op een verdere daling van de rente in West-Duitsland in 1983 aanwezig blijft. Gelet op de stijgende kapitaalvraag van de overheid zal deze daling vooralsnog niet fors zijn, tenzij sprake zal zijn van een zich doorzettende trend van renteverlaging in de Verenigde Staten en/of een waardevermindering van de Amerikaanse dollar.

Ten aanzien van de factoren die invloed uitoefenen op het verloop van de rentetarieven in de Verenigde Staten en de koersontwikkeling van de dollar mag het volgende worden verwacht. De Amerikaanse economie zal in 1983 na een periode van langdurige economische teruggang een licht herstel te zien geven. Dit herstel zal groten-deels tot stand worden gebracht door een toename van de consumptieve bestedingen als uitvloeisel van de belastingverlagingen en de lagere rente. Deze laatste factor zal ook leiden tot een weer aantrekken van de activiteiten in de woningbouw.

De lopende rekening van de betalingsbalans zal als gevolg van het economisch herstel en de gestegen waarde van de Amerikaanse dollar in een aanmerkelijke tekortpositie terecht komen. Bij een gedaalde rentestand betekent dit dat de huidige sterke positie van de dollar op de internationale valutamarkten niet onverkort kan worden gehandhaafd.

Het inflatietempo zal naar alle waarschijnlijkheid in 1983 geen essentiële verandering te zien geven. Het gevaar van een opnieuw oplevende inflatie is weliswaar groter geworden door de iets positievere economische groeivoorzichten, de verwachte waardevermindering van de dollar en de ruimere geldpolitiek van de Federal Reserve Board. Als gevolg van de afnemende loonkostenstijging, de invloed van de lagere rente en de dalende ontwikkeling van het wereldolieprijspeil moet de kans hierop evenwel gering worden geacht.

Het beleid van de monetaire autoriteiten zal zolang er nog geen sprake is van een zich krachtig doorzettend economisch herstel en/of ongunstige inflatie-ontwikkelingen geënt blijven op de „ruimere” groeimaatstaven van de geldhoeveelheid. De voortzetting van een minder krap geldbeleid moet overigens ook gezien worden tegen de achtergrond van het voorkomen van een (inter)nationaal financieel debacle, nu vele landen met name in Zuid- en Midden-Amerika te kennen hebben gegeven in grote financieringsproblemen te verkeren als gevolg van onder meer de hoge rentelasten in de afgelopen jaren en de mindere opbrengsten uit ruwe-olieverkopen.

Door het vertraagde en minder sterke economische herstel zal het tekort op de federale begroting voor fiscaal 1983 beduidend hoger uitkomen dan de officiële raming van circa \$ 110 mrd. Niet-officiële ramingen liggen in de orde van grootte van \$ 180 à \$ 190 mrd., hetgeen neerkomt op circa 5% van het bruto nationaal produkt. Bij een afnemende invoer van kapitaal en geen noemenswaardige groei der besparingen zal de forse toename van het begrotings-

tekort leiden tot een opwaartse druk op het renteniveau. Om zowel economische als politieke redenen lijkt het dan ook waarschijnlijk dat de regering-Reagan in de loop van 1983 niet zal kunnen ontkomen aan nieuwe tekortbeperkende maatregelen.

Kortom, het lijkt aannemelijk er van uit te gaan dat de kapitaalmarktrente in de Verenigde Staten als gevolg van het voorzichtige aantrekken van de economische bedrijvigheid en de grote financieringsbehoefte van de overheid voor eind 1983 zich

in opwaartse richting kan bewegen. Echter, de beperkte mate van economisch herstel en de gunstig uitziende inflatieverwachting sluiten een forse rentestijging uit. De perspectieven voor de rente op korte termijn blijven evenwel neerwaarts gericht, zolang er nog geen sprake is van een zich doorzettend economisch herstel.

Slotconclusie

Mede onder invloed van het internatio-

nale renteverloop kunnen de tarieven op de Nederlandse kapitaalmarkt hun huidige neerwaartse trend in 1983 deels handhaven. Gelet op de forse renteverlaging in het afgelopen jaar zal de daling evenwel niet groot zijn. Tegen het midden van het jaar lijkt het niet uitgesloten dat de te verwachten rente-ontwikkeling in de Verenigde Staten een einde maakt aan een periode van rentedaling.

Chr. Brandsma
Th. H. Kauffman