

De rente in 1984

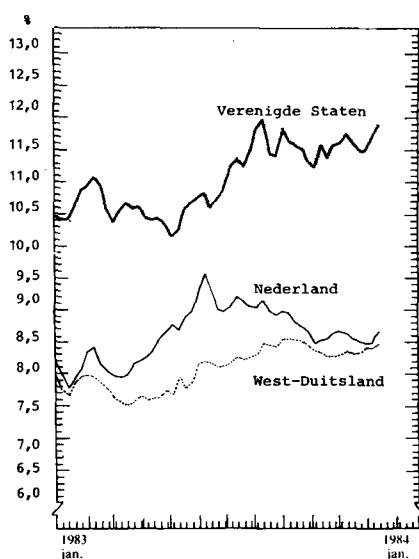
DRS. CHR. BRANDSMA – DRS. TH. H. KAUFFMAN*

Terugblik

In de eerste maanden van 1983 vond op de binnenlandse kapitaalmarkt nauwelijks enige rentewijziging plaats. De lange tarieven, in casu die van de 3 nieuwste langlopende aflosbare staatsleningen, fluctueerden op een niveau van rond 8%. Vanaf eind maart tot medio juni liepen de kapitaalmarktrentes op tot circa 9½%. In de tweede helft van 1983 was de trend vervolgens grotendeels neerwaarts gericht. Eind december bevonden de lange tarieven op de openbare markt zich op een niveau van even boven 8½%.

Op de binnenlandse geldmarkt was begin 1983 sprake van een daling van de tarieven. Na de pariteitswijziging binnen het Europese Monetair Stelsel eind maart liepen de korte tarieven vrij snel op van 4% tot 7% wat betreft het tarief voor 3-maands kasgeldleningen aan de lagere overheid. Na een kortstondige daling medio van het jaar bleven de korte geldmarktrentes zich grotendeels voortbewegen tussen 6% en 6¼% (zie figuur 1).

Figuur 1. Geld- en kapitaalmarkt in Nederland in 1983 (midweekcijfers)



Het oplopen van de lange tarieven werd in beginsel veroorzaakt door het gerezen wantrouwen van niet-ingezetenen voor Nederlandse schuldtitels. Immers, tegen de verwachtingen in werd de gulden tijdens de herziening van de valuta's binnen het Europese Monetair Stelsel op 21 maart 1983 in mindere mate opgewaardeerd dan de Duitse mark. Uitspraken van het Centraal Planbureau en van bewindslieden over een afnemend betalingsbalanssurplus en een niet monetair neutraal te financieren

begrotingstekort brachten de gulden verder in diskrediet. Slechts door een krachtig hanteren van het rentewapen kon De Nederlandsche Bank de waardevermindering een halt toeroepen. Ook het weer oplopen van de Amerikaanse rentetarieven en de waardestijging van de dollar droegen bij tot een stijging van de binnenlandse kapitaalmarktrentes.

Aan de opwaartse druk kwam een einde na het eclatante succes van de 9½% openbare staatslening van f. 8.500 mln., die een kentering bracht in de benarde financieringsproblematiek van 's rijks financiën voor het jaar 1983. Eveneens van invloed op de neerwaartse richting van de lange tarieven was de discontoverhoging begin september die de positie van de gulden op de internationale valutamarkten sterk verbeterde. Ten slotte speelde in het rentegebeuren een belangrijke rol de aanzet tot een betere beheersing van de collectieve uitgaven van het rijk voor de komende jaren zoals gepresenteerd in de *Miljoenennota 1984*.

Vooruitzichten

Voor 1984 lijkt het waarschijnlijk dat de hieronder beschreven tendensen het meest bepalend zullen zijn voor het rentegebeuren in ons land. Over de *binnenlandse* factoren die het verloop van de kapitaalmarktrente beïnvloeden valt het volgende te melden. Uit de *Miljoenennota 1984* blijkt dat volgens de plannen het financieringstekort van de gehele overheid voor het jaar 1984, inclusief debudgetteringingen, met 0,3 procentpunt zal teruglopen ten opzichte van 1983 tot 12,1% van het nationale inkomen, of wel ruim f. 41 mrd. (tegen f. 41,4 mrd. in 1983). De „vermindering” van het financieringstekort is in hoofdzaak het gevolg van de beperking van de groei van de collectieve uitgaven met een omvang van f. 10,6 mrd. In hoeverre dit kan worden gerealiseerd is een kwestie van politieke aangelegenheid. Wel kan worden gesteld dat de thans bekende tegenvallers per saldo hebben geleid tot een negatief effect op het financieringstekort van f. 300 à f. 400 mln. Niettegenstaande de beleidsintenties moet worden geconcludeerd dat het tekort van de overheid omvangrijk blijft. Dank zij de verder oplopende nationale besparingen (van 12% naar 14% van het nationale inkomen) lijkt volledige dekking op de binnenlandse kapitaalmarkt een haalbare zaak. Dit laatste overigens onder de aanname van een voortgaande sterke externe positie van de gulden.

Van de zijde van het bedrijfsleven zijn voorlopig geen renteverhogende impulsen te verwachten, hoewel het economische

herstel zich krachtiger zal ontwikkelen dan men aanvankelijk had aangenomen. Weliswaar zullen de particuliere investeringen mede als gevolg van de lastenverlichting voor de bedrijven en de relatief forse toename van de export een stijging te zien geven, doch door de verwachte verbetering in de inkomstenposities en in de liquiditeitsverhoudingen zal deze kredietvraag niet gepaard behoeven te gaan met een omvangrijke vraag naar externe financieringsmiddelen.

Van positieve invloed op het renteniveau op de binnenlandse kapitaalmarkt is de ontwikkeling van de betalingsbalans. Door de verdere daling van de binnenlandse bestedingen en de verbetering van de buitenlandse afzet zal het overschot op de lopende rekening in 1984 circa f. 17,5 mrd. bedragen tegen een verwacht surplus van f. 12,0 mrd. in 1983. Als gevolg van deze liquiditeitstoevoer uit het buitenland kunnen de tarieven op de binnenlandse geldmarkt zich in beginsel in neerwaartse richting bewegen.

Eveneens gunstig voor het rentegebeuren is de positie van de gulden op de internationale valutamarkten. Dank zij het grote overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans en het vrij lage inflatieniveau in Nederland – in 1984 zal het gemiddeld geldontwaardingspercentage beperkt blijven tot 2½% – zal de gulden zijn huidige sterke positie binnen het Europese Monetair Stelsel weten te handhaven. Derhalve mag een voortgaande buitenlandse belangstelling voor Nederlandse obligaties worden verwacht.

Op basis van de interne factoren wordt geconcludeerd dat de ruimte voor een daling van de rente in Nederland aanwezig is. In hoeverre hier sprake van zal zijn is echter in belangrijke mate een zaak van het renteverloop in West-Duitsland en in de Verenigde Staten. Alvorens de vraag te beantwoorden hoe deze internationale lange tarieven zich in 1984 zullen gaan ontwikkelen, zal eerst in het kort worden stilgestaan bij een analyse met behulp van de enkelvoudige lineaire regressie, uitgevoerd voor de jaren 1975-1983 op basis van maandcijfers.

Tabel. De invloed op de kapitaalmarktrente in Nederland

	Regressie-coëfficiënt	Standaarddeviatie	Correlatie-coëfficiënt
Lange rente in Verenigde Staten	0,44	0,0315	0,80
Lange rente in West-Duitsland	0,79	0,0415	0,88
Korte rente in Nederland	0,35	0,0275	0,77
Inflatie in Nederland	0,09	0,0559	0,12

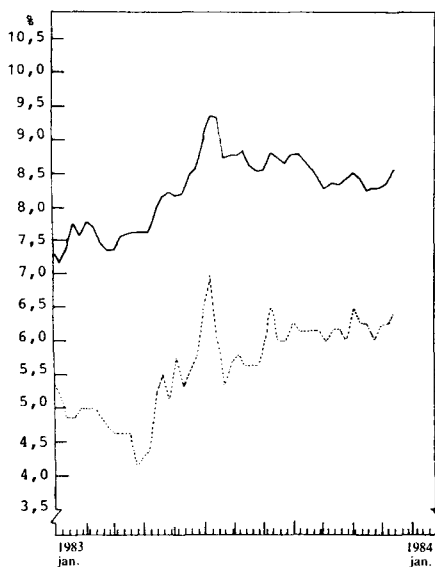
Uit bovenstaande tabel blijkt dat de buitenlandse rente een zeer belangrijke factor

* Hoofd afdeling Beleggingen resp. macro-econoom van die afdeling bij de Stichting Sociaal Fonds Bouwnijverheid te Amsterdam. Het artikel is geschreven à titre personnel en naar de stand van zaken ultimo 1983.

is voor het binnenlandse rentegebeuren. Deze uitkomst is niet zo verwonderlijk. Immers, voor landen met een grote mate van economische en monetaire openheid zoals Nederland zijn de mogelijkheden om een eigen koers te varen gering te noemen. Dit geldt te meer wanneer de nationale munt participeert in een stelsel van min of meer vaste pariteiten zoals het Europese Monetaire Stelsel. Belangrijk voor de rente-analyse en -prognose is het feit dat de renteverhouding tussen West-Duitsland en Nederland sterker is dan die tussen de Verenigde Staten en Nederland.

Een factor die eveneens in belangrijke mate het niveau van de kapitaalmarktrente bepaalt is het verloop van de binnenlandse geldmarkttarieven. De inflatie is daarentegen een component waaraan in dit verband minder directe waarde moet worden toegekend.

Figuur 2. Kapitaalmarkt in de Verenigde Staten, West-Duitsland en Nederland in 1983 (midweekcijfers van de rendementen van langlopende aflosbare staatsleningen)



Omtrent de rente in West-Duitsland en de positie van de Duitse mark op de internationale valutamarkten wordt het volgende verwacht. Het ziet er naar uit dat de Westduitse economie zich in 1984 krachtiger zal ontwikkelen dan aanvankelijk werd aangenomen. Thans wordt een groeivoet van het reële bruto nationale produkt voorzien van circa 2½% tegen 1% in 1983. De hogere groeiverwachtingen stoelen grotendeels op de verbeterde exportvooruitzichten. Het lijkt geen twijfel dat deze ontwikkeling in relatie staat met de door de Verenigde Staten ingezette mondiale conjuncturele opleving en de verbetering van de ruilvoet door de dollarhause in 1983. Een belangrijke rol in de voortzetting van het herstel spelen ook de investeringen. Door de hogere economische bedrijvigheid en in het verlengde daarvan een hogere bezettingsgraad zal de particuliere investeringsvraag toenemen, terwijl de investeringen in de bouw blijven gestimuleerd door de speciale regeling van de regering-Kohl voor deze sector. De binnenlandse consumptieve bestedingen zullen zich daaren-

tegen zwak ontwikkelen door de verhoging van de belasting- en premiedruk.

Als gevolg van de verbeterde exportvooruitzichten zal de lopende rekening van de betalingsbalans in 1984 een hoger surplus te zien geven dan het verwachte overschot van DM 9 à 10 mrd. voor 1983. Bij het voorziene inflatietempo van 2½ à 3%, dat in internationaal opzicht als laag moet worden beschouwd, betekent het hogere betalingsbalansoverschot dat de Duitse mark binnen het Europese Monetaire Stelsel en ook daarbuiten een sterke valuta zal blijven.

Het monetaire beleid van de Bundesbank in 1984 gericht blijven op het beheersen van de groei van de „Zentralbankgeldmenge” binnen de 4-6%-norm. Momenteel beweegt de geldgroei zich boven de officiële doelstelling van (nog) 4-7%. Redelijkerwijze mag worden aangenomen dat de groei van deze monetaire aggregaat in de eerste helft van 1984 zal afzakken door het uitgewerkt raken van de sterke consumptieve bestedingsimpuls. Als zodanig zal de Bundesbank een op den duur accommoderend monetair beleid gaan voeren.

Mede door de strikte bezuinigingspolitiek van de Duitse regering zal het financieringstekort van de overheid in 1984 naar wordt aangenomen niet meer bedragen dan DM 37 mrd. tegen de ruim DM 40 mrd. die voor 1983 wordt voorzien. Het lijkt geen twijfel dat het hiermee gepaard gaande verminderde beroep van de overheid op de kapitaalmarkt een renteverlagende impuls zal hebben. Door de afnemende groei van de besparingen (voor 1984 wordt een nationale spaarquote geraamd van 11½% tegen 12% in 1983) zal dit effect echter vooralsnog niet groot zijn.

Op grond van voornoemde overwegingen is het waarschijnlijk dat de Westduitse tarieven een bescheiden daling kunnen vertonen. Gelet op de sterke valutaire verwevenheid tussen de Duitse mark en de US-dollar zal deze ontwikkeling evenwel afhankelijk zijn van het verloop van de Amerikaanse rente en de koersbeweging van de dollar.

Ten aanzien van de factoren die invloed uitoefenen op het verloop van de Amerikaanse rentetarieven en de koersontwikkeling van de dollar kan het volgende worden opgemerkt. Het economische herstel in de Verenigde Staten zal zich in 1984 krachtig voortzetten op een gemiddelde reële groeivoet van 4 à 5%. Deze ontwikkeling zal niet alleen worden gedragen door de groei van de consumptieve bestedingen, maar ook door een duidelijke opleving van de bedrijfsinvesteringen. Immers, door de hoogblijvende consumptie zal de bezettingsgraad van het industriële bedrijfsleven zodanig stijgen dat nieuwe investeringen noodzakelijk worden. Alleen de uitvoer zal een geringere stimulans opleveren, hetgeen voor een deel verband houdt met de forse appreciatie van de Amerikaanse munt in 1983.

Omtrent de voortgaande groei van de consumptieve bestedingen moet worden opgemerkt dat het reële beschikbare inkomen op peil zal blijven door een verwachte

loonstijging die boven de geldontwaarding uitgaat en de forse en nog potentiële stijging van de vermogensbaten. Dit laatste ondanks de afgenomen particuliere besparingen.

Het inflatietempo zal in 1984 als gevolg van de conjuncturele expansie gaan oplopen. Door het gedempte verloop van het wereldolieprijspeil, de hoge dollarkoers en de laagblijvende arbeidskosten zal het gemiddelde percentage geldontwaarding op jaarbasis evenwel onder 6 blijven liggen. In 1983 zal het gemiddelde inflatiepercentage uitkomen op 3 à 4.

De lopende rekening van de betalingsbalans zal onder invloed van de dollarappreciatie en de krachtige consumptieve vraag verder in de rode cijfers belanden. Voor geheel 1984 moet rekening worden gehouden met een betalingsbalansdeficit van \$ 70 à 80 mrd. tegen een tekort van \$ 30 à 40 mrd. voor 1983. Mede gelet op de verschillen in koopkrachtpariteit moet worden geconcludeerd dat de dollar een overgewaardeerde valuta is. Of en in hoeverre deze situatie zal leiden tot een belangrijke koerscorrectie is een zaak van de mate van aantrekkingskracht die de dollar blijft uitoefenen als beleggings- en vluchtvaluta.

Door de verbeterde economische vooruitzichten zal het begrotingstekort van de federale overheid voor het fiscale jaar 1984 kunnen dalen. De schatting voor het overheidstekort in het afgelopen begrotingsjaar 1983 wordt becijferd op circa \$ 195 mrd., of wel op 6% van het bruto nationale produkt. Ondanks de vermindering van het begrotingstekort blijft voor Amerikaanse begrippen toch sprake van een ongewenst hoge kapitaalbehoefte van de overheid bij een particuliere spaarquote van slechts 4% van het bruto nationale produkt.

Gelet op het voortgaande economische herstel, het oplopen van de inflatie respectievelijk de inflatieverwachting en het vooralsnog hoogblijvende begrotingstekort is de kans dat de Federal Reserve Board over zal gaan tot een meer dan accommoderend monetair beleid gering te noemen.

Al met al lijkt het aannemelijk dat de rentetarieven in de Verenigde Staten in 1984 opwaarts gericht zullen zijn, geleidelijk naarmate het „crowding-out”-effect zich zal manifesteren. Onder dit laatste wordt verstaan de concurrerende en daarmee belemmerende werking die het hoge overheidstekort uitoefent op de overige vragers op de kapitaalmarkt, in het bijzonder het particuliere bedrijfsleven.

Slotconclusie

Het is onwaarschijnlijk dat zich in 1984 een rentedaling in Nederland zal voordoen. Analooq aan het renteverloop in de Verenigde Staten zullen de tarieven grotendeels opwaarts gericht zijn, zij het dat belangrijke schommelingen niet moeten worden uitgesloten.

**Chr. Brandsma
Th. H. Kauffman**