

De rente in 1986

ESB

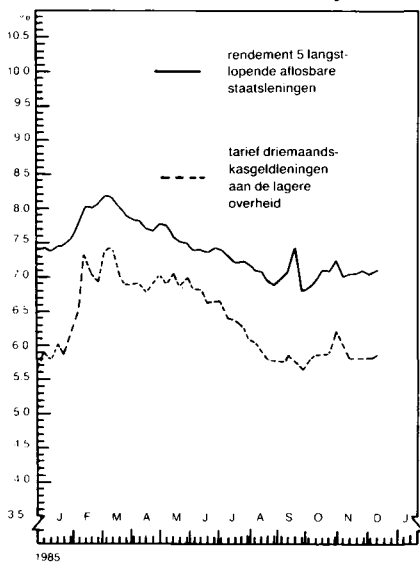
Rubrieken

Terugblik

De trend van het renteverloop op de binnenlandse kapitaalmarkt was in 1985 neerwaarts gericht. Na een aanvankelijke stijging van het rentepeil in het eerste kwartaal met bijna een vol procentpunt naar een niveau van 8¼%, waarmee het hoogste punt van het jaar bereikt werd, tenderde de rente naar lagere niveaus. Medio december bewoog de lange rente, gemeten naar het tarief van de 5 langstlopende aflosbare staatsleningen, zich rond de 7%.

Ook op de binnenlandse geldmarkt was sprake van een rentedaling. Het tarief voor driemaandskasgeldleningen aan de lagere overheid liep tot medio maart met anderhalf procentpunt op tot een niveau van 7½% en daalde daarna naar een niveau van even onder 6%.

Figuur 1. De geld- en kapitaalmarkt in Nederland in 1985, midweekcijfers



Aanleiding tot de stijging van de kapitaalmarktrente in het begin van 1985 was het oplopen van de dollarkoers, die een zodanige neerwaartse druk op de gulden en ook op de Duitse mark in het Europese Monetair Stelsel (EMS) teweegbracht, dat de centrale banken in West-Duitsland en Nederland eind januari gedwongen werden over te gaan tot een verhoging van hun officiële tarieven met een ½%. Ook de gevolgen van de omvangrijke valuta-interventies van de Westduitse centrale bank en de stijging van de dollarrente zorgden voor een opwaartse druk op

onze binnenlandse tarieven. Een en ander had tot gevolg dat het bankwezen tot tweemaal toe overging tot het toepassen van een extra opslag van ½% op de debetrente voor kredieten in rekening-courant. De zich in de loop van de maand maart manifesterende verandering in het dollarsentiment en de verbeterde positie van de gulden in het EMS zorgden voor een keerpunt in het verloop van de binnenlandse kapitaalmarktrente. Ook het grote succes van de 10-jarige 8¼% openbare staatslening, waarbij voor f. 5,25 mrd. tegen een koers van 101,80% uit de markt werd genomen, droeg bij tot een dalende tendens van de rente. Tekenend voor de afgenomen druk op het lange rentefront was het feit dat de Staat der Nederlanden in het eerste kwartaal van 1985 reeds ca. 60% van zijn financieringsbehoefte had weten te dekken.

Het depreciërende verloop van de dollar leidde er toe dat de valutapositie van de gulden sterker werd, hetgeen De Nederlandsche Bank in navolging van de Bundesbank in de maand augustus in staat stelde haar discontotarieven met een ½% te verlagen.

Deze tarieven luiden thans:

- wisseldisconto 5%;
- voorschotrente 5½%;
- promessedisconto 6%.

Voorafgaande aan de discontowijziging hadden de banken inmiddels de extra renteopslag op hun debettarieven afgeschaft.

Gememoreerd moet worden dat in het najaar de binnenlandse kapitaalmarkt een rentehobbel vertoonde. Deze ontwikkeling werd niet alleen geïnitieerd door de grote vraag van woningbouwcorporaties naar lange middelen uit hoofde van herfinancieringsoperaties, maar ook door het marktverkrappende valuta-interventiebeleid van De Nederlandsche Bank als reactie op de hernieuwde appreciatietendens van de dollar. Hieraan kwam eind september een einde door de gezamenlijke valuta-interventies van de zogeheten 'Groep van 5', waardoor de Amerikaanse munt een 'vrije val' maakte en onder de f. 3,00-grens terechtkwam.

Vooruitzichten

Alvorens wij de factoren die de rente in 1986 zullen bepalen nader onder de loep nemen, is het gewenst aandacht te schenken aan de gevolgen van een eventuele drastische val van de prijzen van olie en olieproducten in het komende jaar.

Ten einde hun gedaalde marktaandeel op de wereldoliemarkt te vergroten hebben de OPEC-landen begin december 1985 besloten tot opheffing van hun beleid inzake productiebeperking. Als gevolg hiervan zullen de olieprijsen dalen. Mogelijk zelfs van officieel \$ 28 per barrel naar \$ 20 à 22. Het effect hiervan op de internationale rentebeweging is op dit moment moeilijk te kwantificeren. Enerzijds zal het mondiale inflatietempo afnemen, waardoor ruimte ontstaat voor lagere nominale rentestanden, hetgeen de economische bedrijvigheid zal bevorderen. Anderzijds is het niet uitgesloten dat vanuit een aantal landen die met een zware schuldenlast kampen, waaronder het olieland Mexico, een nieuwe financiële crisis wordt geschapen met alle nadelige gevolgen van dien voor de wereld economie. Vooralsnog gaan wij er vanuit dat de daling van de olieprijsen in beginsel zal resulteren in lagere inflatieverwachtingen, met de daarbij behorende lagere nominale rentestanden.

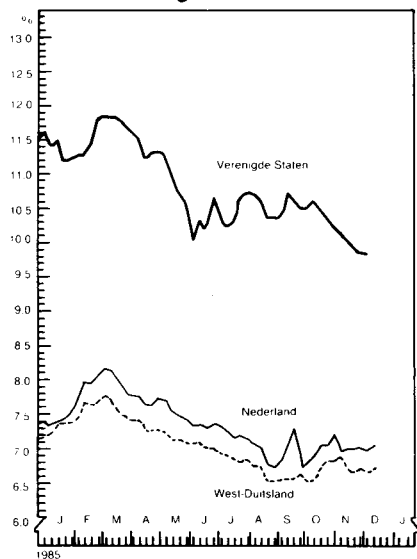
Nederland

Over de binnenlandse factoren die het verloop van onze kapitaalmarktrente beïnvloeden willen wij het volgende melden. De vooruitzichten voor de Nederlandse economie in 1986 zien er positief uit, beter dan tot voor kort werd aangenomen. Vooral dank zij de sterke toename van de particuliere bestedingen (reële loonstijgingen en lagere belasting- en premiedruk) en de hogere groei bij onze belangrijkste handelspartner, West-Duitsland, zal de reële economische groei uitkomen op een niveau van ten minste 3%. Dit ondanks het gegeven dat de bedrijfsinvesteringen een negatieve invloed ondervinden door de afschaffing van de negatieve aanslag Wet Investeringsrekening (WIR).

Het inflatietempo kan in 1986 naar onze mening beperkt worden tot omstreeks 1½%. De belangrijkste factoren die hiertoe zullen bijdragen zijn de geringe loonkostenstijging, de lagere invoerprijzen (waaronder grondstoffen) en de afnemende belasting- en premiedruk.

De auteurs zijn hoofd van resp. macro-econoom bij de afdeling beleggingen van de Stichting Sociaal Fonds Bouwnijverheid te Amsterdam. Het artikel is op persoonlijke titel geschreven.

Figuur 2. De internationale kapitaalmarkt in 1985, midweekcijfers van de rendementen van langlopende aflossbare staatsleningen



De gunstige economische ontwikkeling blijkt ook uit het grote overschot op de lopende rekening van onze betalingsbalans, geraamd op f. 17 mrd. Weliswaar zal door de verbeterde koopkracht de import stijgen, de sterk blijvende uitvoer zal dit gedeeltelijk weten te compenseren. Dank zij deze ontwikkeling en het in internationaal opzicht zeer lage inflatietempo zal de gulden zijn sterke valutaire positie kunnen handhaven. Indien na de Franse verkiezingen in maart 1986 een herschikking komt van de valuta's in het EMS, moet zelfs rekening worden gehouden met een officiële opwaardering van de gulden.

Na 1986 zijn we evenwel minder optimistisch ten aanzien van de valutaire positie van de gulden gezien het negatieve effect van de afnemende aardgasbaten op het begrotingsresultaat.

Wat het beslag van de overheid op de kapitaalmarkt betreft ziet het er naar uit dat rekening moet worden gehouden met een lager financieringstekort dan in de *Miljoenennota 1986* werd voorzien.

Tabel. De financieringsbehoefte van het rijk in mrd. gld.

	1985	1986
Financieringstekort	26,6	26,5
Aflossingen vaste schuld	8,1	9,7
Financieringsbehoefte	34,7	36,2

Bron: *Miljoenennota 1986*.

Als gevolg van meevallers, waaronder lagere werkloosheidsuitkeringen en hogere belastingafdrachten, zal het tekort in 1985 circa f. 2 mrd. lager uitkomen, zodat het streefcijfer van 7½% uit het regeerakkoord in 1985 i.p.v. 1986 bereikt is. Redelijkerwijze moet worden aangenomen dat ook in 1986 sprake zal zijn van een lager uitvallend

financieringstekort van het rijk. Immers, het effect van de daling van de olieprijs zal pas in 1987 resulteren in afnemende aardgasbaten, terwijl de hogere economische bedrijvigheid opnieuw een gunstig effect zal hebben voor de schatkist.

De bruto financieringsbehoefte van het rijk kan evenwel hoger uitkomen door de oplopende aflossingsverplichtingen en vervroegde aflossingsoperaties. Desondanks blijft onzes inziens door de voortgaande groei van de besparingen van de private sector sprake van ruime vermogensverhoudingen op de binnenlandse kapitaalmarkt. Dit beeld wordt bevestigd door de langetermijnstudie van het Centraal Planbureau, gepubliceerd in het najaar van 1985. Bovendien zal de winstpositie van veel bedrijven door het aanhoudende economische herstel verder verbeteren, waardoor het beroep op vreemd vermogen ter financiering van investeringen gering blijft. In veel gevallen is sprake van een overschot aan liquide middelen, waardoor het bedrijfsleven kan opereren aan de aanbodzijde van de markt.

Ondanks de ruime vermogensverhoudingen sluiten wij niet uit dat de lange rente in de eerste helft van het jaar seizoenmatig opwaarts gedreven zal worden, als de overheid haar beleid van vroegtijdige dekking van haar financieringsbehoefte voortzet.

Aangaande de monetaire- en valutapolitiek van de centrale bank moet worden vermeld dat door de liberalisering van de kapitaalmarkt het beleid zich nog meer dan in het verleden zal richten op de verhouding tussen de gulden en de mark.

Op grond van het voorgaande concluderen wij dat de kapitaalmarktrente in ons land vanwege *binnenlandse factoren* onder neerwaartse druk zal blijven staan. Een eventuele opwaardering van de gulden in het EMS zal de neiging tot rentedaling versterken.

West-Duitsland

De vooruitzichten voor de Westduitse economie in 1986 zijn eveneens gunstig. Met name door het in werking treden van de eerste fase van het belastingverlagingsprogramma zullen de consumptieve bestedingen een belangrijke stijging te zien geven, waardoor de economische groei een breder draagvlak krijgt. Door de voortgaande groei bij de belangrijkste handelspartners en de gunstige concurrentiepositie zal de exportgroei sterk blijven, terwijl van de investeringsbereidheid van het bedrijfsleven voortgaande groei-impulsen zullen uitgaan. Als zodanig achten wij een reële groeivoet van het bruto nationale produkt van 3½% realiseerbaar.

Niettegenstaande de stijging van de invoergroei zal de verwachte verbetering van de ruilvoet (als het per saldo effect van prijsreacties op de dollar-

koersdaling) leiden tot een hoger overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans, naar raming DM 50 miljard tegen DM 35 miljard in 1985. Mede hierdoor zal de Duitse mark binnen het EMS een sterke valuta blijven. Ook voor deze munt geldt dat zij een appreciatiekandidaat is bij een herschikking van de EMS-valuta's.

Ook de inflatievooruitzichten zien er naar onze mening goed uit. Ondanks de verwachte stijging van de lonkosten zal door de zwakkere dollar, de verwachte appreciatie van de Duitse munt in het EMS en de onder neerwaartse druk staande internationale grondstofprijzen het reeds geringe inflatietempo van 2% geen versnelling te zien geven.

Niettegenstaande de belastingverlaging voor de private sector van DM 10 mrd. en enkele stimuleringsmaatregelen voor de bouwnijverheid zal het financieringstekort van de federale overheid door de stijgende belastingafdrachten dat van 1985 (circa DM 25 mrd. of wel 1% van het bruto nationale produkt) niet overtreffen. Dit gunstige verloop en de geringe inflatie betekenen dat de Bundesbank haar op renteverlaging gerichte accommoderende monetaire beleid in 1986 voortzet. De 'Vijf Wijzen' en de belangrijkste economische instituten pleiten zelfs voor een verruiming van de geldgroei in nominale termen onbelemmerd te laten verlopen.

Op grond van de lage inflatie, het omvangrijke betalingsbalansoverschot, het geringe overheidstekort en de verwachte opwaardering van de Duitse munt concluderen wij dat de Duitse rente gedurende 1986 in beginsel een neerwaartse tendens zal vertonen.

Spanningen op het internationale valuta- en rentefront, met name die welke in de Verenigde Staten ontstaan, kunnen het pad van rentedaling in West-Duitsland en Nederland verstoren. Wij dienen daarom stil te staan bij de ontwikkeling van de dollarrante en de koers van de dollar.

Verenigde Staten

De vooruitzichten voor de Amerikaanse economie in 1986 wijzen op een herstel van het groeitempo. Deze ontwikkeling zal naar onze verwachting grotendeels gedragen worden door een gunstige ontwikkeling van de uitvoer als uitvloeisel van de dollardepreciatie te zamen met een verder aantrekkende conjunctuur in West-Europa en de groei-effecten verband houdend met het gedaalde renteniveau. De consumptieve bestedingen en de investeringen zullen voornamelijk een gedempte ontwikkeling te zien geven door de matige stijging van het reële beschikbare inkomen en de in de afgelopen jaren verslechterde internationale concurrentiepositie. Ook de in te voeren

bezuinigingen bij de federale overheidsuitgaven zullen matigend werken op de binnenlandse conjunctuur. Al met al nemen wij aan dat in 1986 de stijging van het reële bruto nationale produkt op ten minste 3% kan uitkomen tegen circa 2½% in 1985.

De inflatie in de Verenigde Staten zal onzes inziens licht gaan oplopen. Debet aan deze ontwikkeling is de dollardepreciatie die de importprijzen doet toenemen en de sterke stijging van de groei van de geldhoeveelheid in relatie tot de nominale groei van het bruto nationale produkt. De neerwaarts gerichte tendens van de wereldgrondstoffenprijzen in het bijzonder die van olie en olieprodukten, zal het stijgingstempo van de geldontwaarding mitigeren tot omstreeks 4%.

De vooruitzichten voor de lopende rekening van de betalingsbalans beoordelen wij als onveranderd slecht. Voor geheel 1986 wordt een tekort verwacht van circa \$ 145 mrd. als resultante van de verslechterde concurrentiepositie in de afgelopen jaren en de negatieve ontwikkeling van het onzichtbare deel van de betalingsbalans. Dit laatste spruit voort uit het feit dat de Verenigde Staten een netto debiteur zijn geworden. Ceteris paribus zal de dollarkoers in 1986 als gevolg van het oplopende betalingsbalanstekort in beginsel onder neerwaartse druk staan. Niettemin beoordelen wij de Amerikaanse dollar als een sterke respectievelijk appreciërende munt, hetgeen verband houdt met de gunstige economische en beleggingsvooruitzichten in de Verenigde Staten, de functie van de dollar als 'safe-haven'- en reservevaluta en lager verwachte begrotingstekorten.

De gematigde economische groei-voet en het in beginsel gunstig uitzien-

de inflatietempo maken het mogelijk dat de dollarrente in 1986 aanvankelijk nog een dalend verloop te zien zal geven. Deze ontwikkeling krijgt de nodige ondersteuning van een voortgezet accomoderend monetair beleid van de Federal Reserve Board. Een significante rentedaling sluiten wij uit door de hoog blijvende kredietvraag van de overheid. Voor het fiscale jaar 1986 wordt, ondanks een plan voor de voorgenomen bezuinigingen en de onlangs aangenomen Gramm-Rudmanwet (begrotingsevenwicht in 1991), een begrotingstekort verwacht van \$ 180 à \$ 190 mrd. tegen \$ 211 mrd. voor het fiscale jaar 1985, een voor de Amerikaanse financiële markt te hoog cijfer, gelet op de zeer lage stand van de particuliere besparingen.

Omdat de economische bedrijvigheid in de Verenigde Staten in de loop van 1986 aan kracht wint moet met een stijging van de rente rekening worden gehouden. Gelet op het gematigde groeiherstel en de gunstig uitziende inflatieontwikkeling zal van een forse rentestijging evenwel geen sprake zijn.

Conclusie

Het ziet er naar uit dat de rente op de Nederlandse kapitaalmarkt zich in 1986 voorsnog naar een enigszins lager niveau zal bewegen. Tegen het midden van het jaar houden wij rekening met een kentering in die beweging door het uitstralings-effect van het opwaarts gerichte verloop van de dollarrente.

Chr. Brandsma
Th. H. Kauffman