



De EMU en de rente

Auteur(s):

Leysen, L. van

*De auteur is werkzaam bij de Stafgroep Economisch Onderzoek van Rabobank Nederland te Utrecht. Met dank aan Monique van Gils en Inge Mulders.***Verschenen in:**

ESB, 82e jaargang, nr. 4110, pagina 480, 11 juni 1997

Rubriek:

Monitor

Trefwoord(en):

financiële, markten, eu, emu

Zal de vorming van de EMU leiden tot een lagere rente in Nederland, of juist tot een hogere? Vier scenario's.

Structureel lagere renteniveaus

Een aantal structurele factoren geeft de euro-rente in theorie de potentie om op de langere termijn te dalen onder het Duitse niveau. In de eerste plaats zal de euro zich ten koste van de dollar ontwikkelen tot een internationale reserve- en factureringsmunt. Dit betekent een structurele appreciatie van de euro ten opzichte van de dollar. De uitbreiding van de eurovalutamarkt en de eurokapitaalmarkt maakt deze markten bovendien veel dieper en meer liquide, wat tot een lagere premie voor liquiditeit in de rente zal leiden.

Voorts zal de Europese kapitaalmarktrente zich door de grotere omvang van die kapitaalmarkt onafhankelijker kunnen ontwikkelen dan nu. De Amerikaanse rente zal dus haar overheersende positie op de internationale kapitaalmarkten geleidelijk verliezen. Vanwege de verwachte structureel lagere geldmarkttarieven en inflatieniveaus in het euro-gebied ten opzichte van de VS gaat hiervan een drukkend effect uit op de Euro-pese kapitaalmarktrente.

Daar komt bij, dat door de komst van de euro de monetaire stabiliteit in de wereld als geheel kan toenemen. Externe schokken op de valutamarkt zullen voortaan geabsorbeerd worden door het hele eurogebied en niet meer door de diverse veel kleinere nationale segmenten. Dit wordt ook wel het badkuipeffect genoemd: de worp van een steentje in een badkuip brengt aanzienlijk minder deining teweeg dan in een theekopje. De geringere wisselkoersfluctuaties kunnen uitmonden in lagere wisselkoersrisicopremies in de kapitaalmarktrente.

Op korte termijn echter kan het rentebeeld, mede afhankelijk van de deelnemende landen en het beleid van de ECB, er echter heel anders uitzien. Hoewel het natuurlijk koffiedik kijken blijft, wordt hier ten behoeve van de gedachtenvorming een aantal mogelijke EMU-rentescenario's geschetst voor de komende drie tot vier jaar (tot en met het jaar 2000).

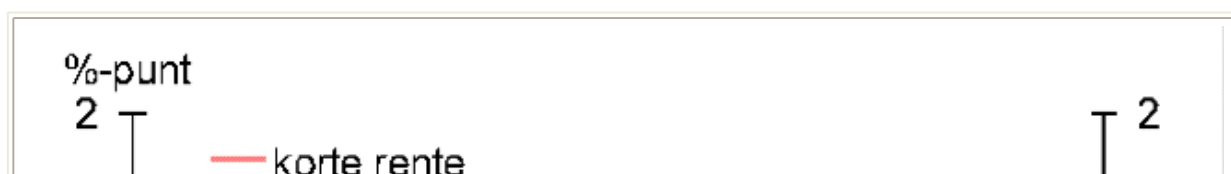
Scenario 1: Kleine kopgroep

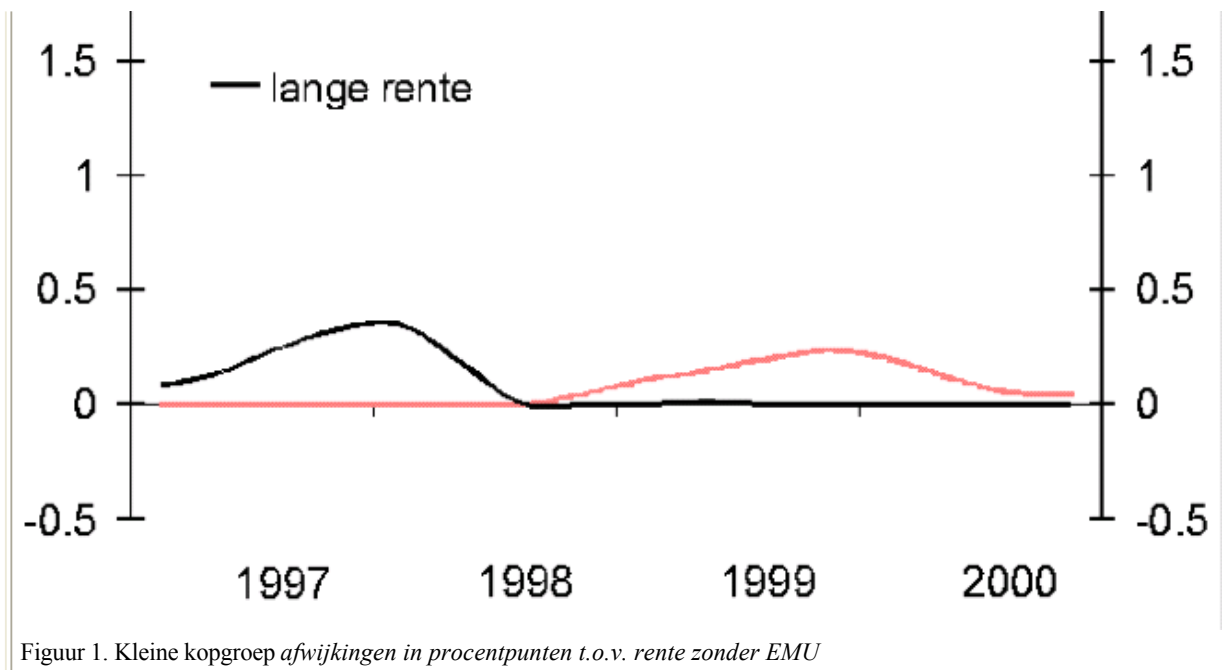
In dit ideale scenario zullen alleen de gedoodverfde kernlanden (Benelux, Duitsland, Frankrijk, Ierland, Finland en Oostenrijk) in 1999 de derde fase van de EMU ingaan. De meerderheid van deze landen heeft bewezen grote waarde te hechten aan een stabiel macro-economisch klimaat. Frankrijk staat dan ook alleen met haar wens voor een ander, meer op de economische groei gericht monetair beleid.

De Europese centrale bank (ECB) opereert daarom volstrekt onafhankelijk van de politiek. Bovendien wordt het stabiliteits- en groeipact (overheidsfinanciën moeten grosso modo in balans zijn) door de deelnemende landen geëerbiedigd. Aangezien de zuidelijke landen in dit scenario niet meedoen aan de EMU, achten de financiële markten het beleid van de ECB relatief geloofwaardig.

Korte rente

Omdat de ECB haar reputatie op het gebied van inflatiebestrijding nog moet vestigen, is het waarschijnlijk dat zij aanvankelijk een enigszins stringenter beleid zal voeren dan de Duitse Bundesbank gedaan zou hebben. Zo zal bij de geringste inflatiedreiging een verhoging van de officiële tarieven sneller en wellicht ook forser worden doorgevoerd, of zal een renteverlaging juist iets minder ruim uitpakken. In 1998 kan de geldmarktrente in anticipatie op dit beleid reeds gaan oplopen (zie [figuur 1](#)). Het is zelfs niet ondenkbaar, dat al vanaf medio 1998 in feite een Europees monetair beleid wordt gevoerd. Dan zijn immers de deelnemers bekend, is de ECB opgericht en zijn de conversiekoersen zeer waarschijnlijk al aangekondigd.





Figuur 1. Kleine kopgroep afwijkingen in procentpunten t.o.v. rente zonder EMU

Forse verhogingen van de officiële tarieven zullen niet nodig zijn, gezien de door de relatief 'betrouwbare' samenstelling van de EMU ontstane geloofwaardigheid. Daar de conjunctuur in het euro-blok naar onze verwachting in de beginjaren niet erg rooskleurig zal zijn, zou een te sterke renteverhoging de economische groei bovendien kunnen schaden.

Lange rente

De lange rente zal in dit scenario in principe weinig stijgen, vanwege het geloofwaardig geachte beleid van de ECB (zie [figuur 1](#)). In de aanloop naar de EMU is op de financiële markten in toenemende mate een brede EMU en een zwakke euro ingeprijsd. De 'EMU-premie' in de lange rente is dus geleidelijk aan toegenomen. In dit scenario blijkt de samenstelling van de kopgroep echter mee te vallen en zal de rente al in 1998 gaan dalen tot het niveau zonder EMU.

Scenario 2: Grote kopgroep met prijsstabiliteit

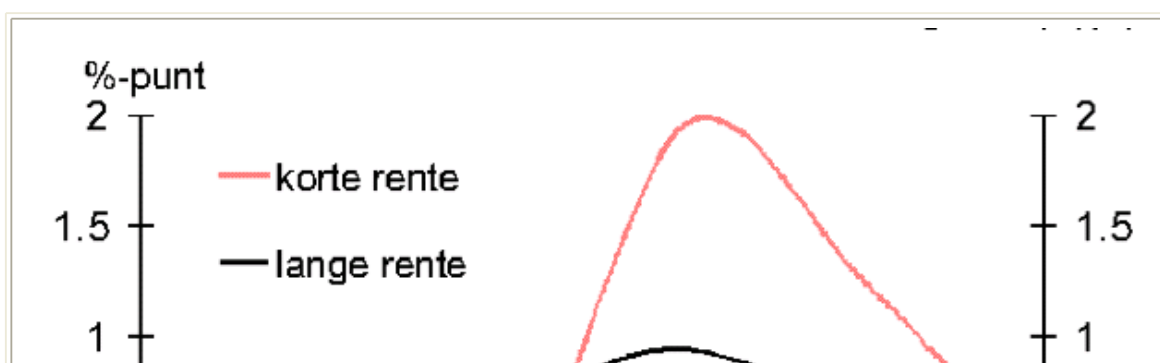
Leek het ideale scenario een half jaar geleden nog het meest waarschijnlijke scenario, inmiddels is het beeld aanzienlijk veranderd door de socialistische verkiezingszege in Frankrijk en de begrotingsproblemen in Duitsland. Beide sleutellanden zullen waarschijnlijk het begrotingstekort niet tijdig beneden de 3% van het bbp kunnen terugdringen. Dit betekent dat het erg moeilijk wordt om Spanje en Portugal in de eerste ronde buiten de EMU te houden, zeker gezien de indrukwekkende prestaties die deze beide landen hebben geleverd op het terrein van de overheidsfinanciën. Bovendien heeft de nieuwe Franse premier, Jospin, zich uitdrukkelijk uitgesproken voor een ruimere interpretatie van de criteria en voor een breed deelnemersveld (inclusief Italië).

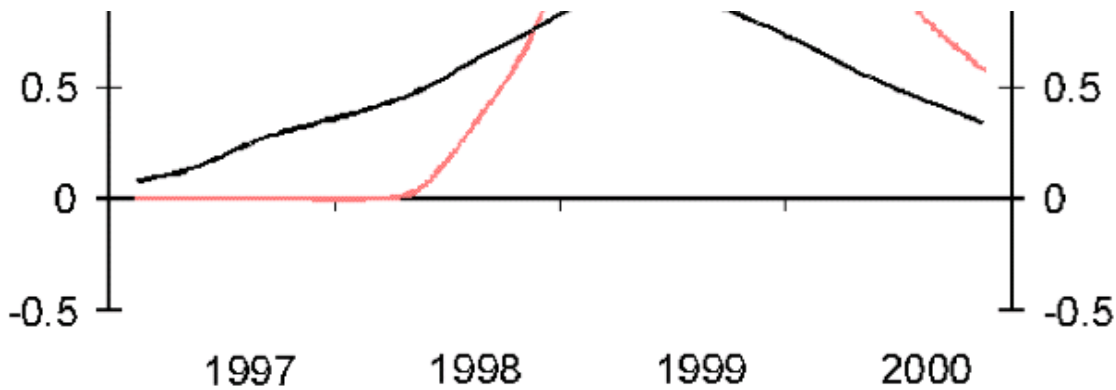
De eerdergenoemde kleine kopgroep van scenario 1 zal in dit (meest waarschijnlijke) scenario daarom worden aangevuld met Spanje en Portugal. Italië valt tegen de wens van Frankrijk, in eerste instantie toch buiten de boot omdat de overheidsfinanciën nog niet duurzaam onder controle zijn. Dit land treedt in 2001 echter wel toe. Ook Zweden, het VK en wellicht ook Denemarken zullen dan alsnog toetreden.

De ECB heeft in dit scenario het handhaven van prijsstabiliteit net zo hoog in haar vaandel als in het vorige scenario. Op weg naar de EMU hebben de Spaanse en Italiaanse centrale bankiers immers al een heel degelijk monetair beleid gevoerd. De financiële markten hebben, gezien het voorheen gevoerde budgettaire beleid en de korte historie van de Zuid-Europese lidstaten op het gebied van lage inflatie, echter minder vertrouwen in de consistentie en persistentie van het beleid van de ECB.

Korte rente

De ECB is zich van haar wankelende reputatie bewust en voert een stringenter beleid dan in scenario 1, wat een (maximaal) 2 procentpunt hogere korte rente tot gevolg heeft (zie [figuur 2](#)). Dit is ook nodig, omdat de mindere begrotingsdiscipline van de deelnemende landen leidt tot hogere inflatieverwachtingen. In het jaar 2000 kan de korte rente teruglopen naar 0,5 procentpunt boven het basisscenario, mits de ECB erin slaagt de inflatie in te tomen en daarmee het vertrouwen van de financiële markten te winnen.





Figuur 2. Grote kopgroep: streng monetair beleid *afwijkingen in procentpunten t.o.v. rente zonder EMU*

Lange rente

Een centraal monetair beleid pakt regionaal verschillend uit, als gevolg van verschillen in de financieel-economische structuur van de diverse deelnemende landen. Verhogingen van de officiële tarieven zullen in een aantal landen veel harder voelbaar zijn dan in bijvoorbeeld Nederland, omdat daar veel meer tegen geldmarkt-tarieven wordt geleend (en in ons land veel meer vastrentend). Dit kan leiden tot de perceptie in de financiële markten, dat het monetaire beleid in de EMU minder streng zal zijn en dat de euro minder hard zal zijn dan in scenario 1. De lange rente zal hierdoor (maximaal) 1 procentpunt hoger liggen, als gevolg van de 'duurdere' geloofwaardigheid (zie [figuur 2](#)). Na verloop van tijd krijgen financiële markten meer vertrouwen in het beleid van de ECB, zodat de lange rente dan geleidelijk zal gaan dalen. Er treedt in dit scenario een duidelijke vervlaking van de rentecurve op, maar deze wordt naar verwachting niet invers.

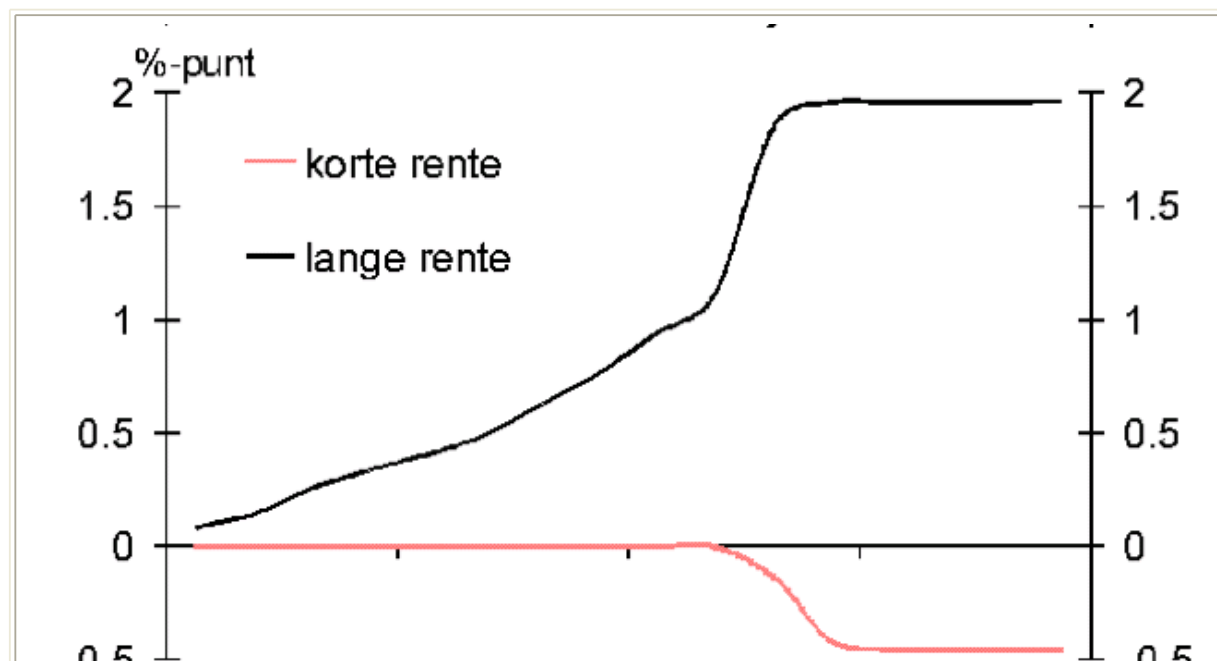
Scenario 3: Grote kopgroep zonder prijsstabiliteit

Een andere mogelijkheid bij een brede EMU is, dat de primaire beleidsdoelstelling van prijsstabiliteit aan belang inboet. Hoewel in het Verdrag van Maastricht expliciet staat vermeld dat het handhaven van prijsstabiliteit de eerste doelstelling moet zijn voor de ECB, dringt een aantal landen erop aan om ook andere doelstellingen in het monetaire beleid te betrekken, zoals economische groei en werkgelegenheid. De kans hierop neemt toe, als Italië direct vanaf 1 januari 1999 deelneemt aan de EMU. Dit is gezien de Duitse discussie over de goudreserves niet geheel ondenkbaar. Frankrijk zal dan proberen om in Italië, Spanje en Portugal bondgenoten te vinden om een eigen stempel te drukken op het beleid van de ECB. Ook zal de nu nog informele stabiliteitsraad in dit scenario steeds meer aan politieke invloed winnen. Tenslotte zal het budgettaire beleid in de zuidelijke lidstaten in dit scenario vooral gericht zijn op het bestrijden van de werkloosheid.

Dit kan uiteindelijk leiden tot de nodige politieke spanningen tussen de landen die prijsstabiliteit hoog in het vaandel voeren en de landen die meer zien in een politiek afhankelijke ECB. Ook zal spanning ontstaan tussen landen die een orthodox budgettair beleid voorstaan en landen die het niet zo nauw nemen met de overheidsfinanciën. De kans is groot dat de euro in deze situatie onder druk komt, omdat tal van beleggers eieren voor hun geld zullen kiezen en uitwijken naar de Amerikaanse dollar en de Zwitserse frank.

Korte rente

In scenario 3 zal de ECB geen geloofwaardigheid willen kopen met behulp van een renteverhoging, maar zal zij juist de economische groei willen stimuleren met een renteverlaging. Er kan dan een verlaging van de korte rente met circa 0,5 procentpunt worden verwacht (zie [figuur 3](#)).



1997

1998

1999

2000

Figuur 3. Grote kopgroep: slap monetair beleid *afwijkingen in procentpunten t.o.v. rente zonder EMU*

Lange rente

In de lange sfeer zullen er dan harde klappen vallen. Een opslag van 2 procentpunt in de lange rente kan heel goed de straf zijn voor het ruime korte-rentebeleid (zie [figuur 3](#)). Bovendien zal naar verwachting ook het budgettaire beleid in dit scenario behoorlijk ruim zijn. De sterke stijging van de lange rente vooral in 1999 heeft een verzwakkend effect op de conjunctuur. Na verloop van tijd zal evenwel de monetaire onhoudbaarheid van deze strategie doordringen en zal er extra hard aan de monetaire teugels moeten worden getrokken. Na 2000 zou zelfs een inverse rentestructuur kunnen ontstaan met relatief hoge nominale renteniveaus. Dit zou schadelijke gevolgen kunnen hebben voor de conjunctuur en de financiële stabiliteit in het EMU-gebied.

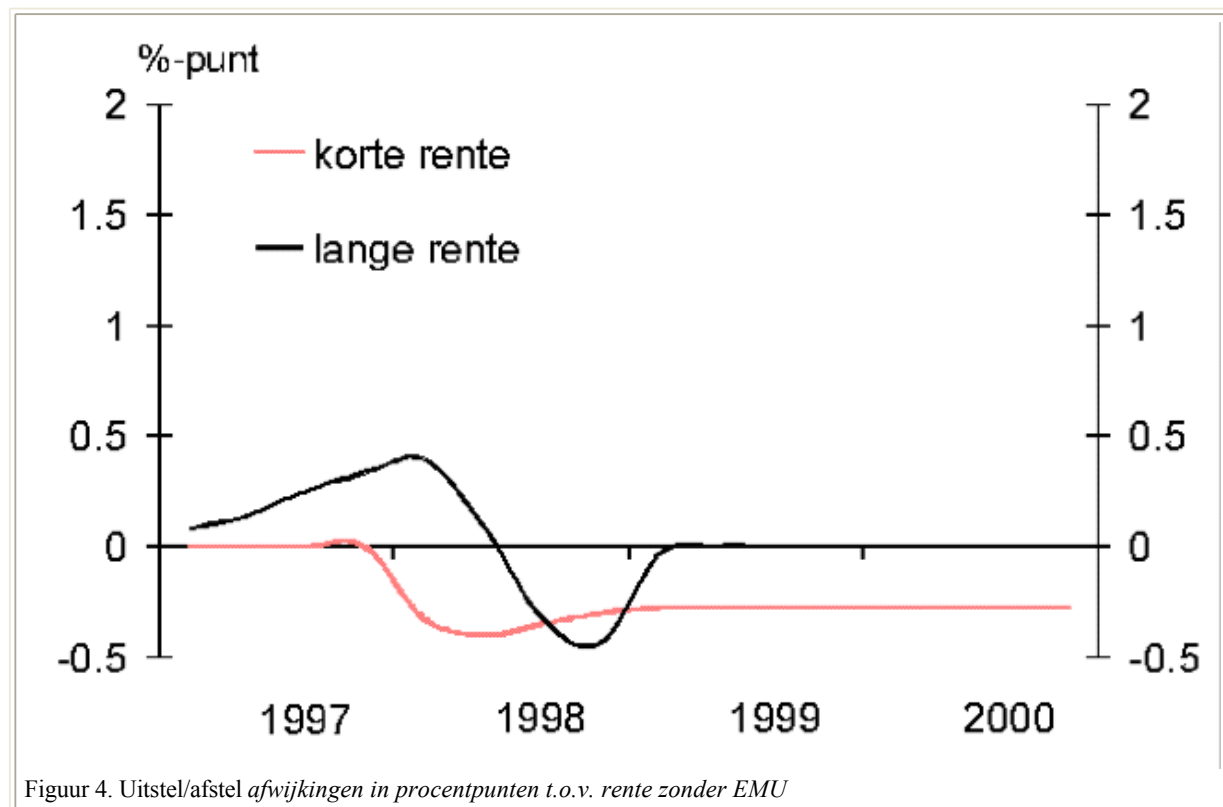
Scenario 4: Uitstel en afstel

Hoewel volgens de geest van het Verdrag van Maastricht de muntunie uiterlijk 1 januari 1999 van start moet gaan, kan volgens de letter van het Verdrag vóór ultimo 1997 een andere startdatum worden vastgesteld. Besluit men op politieke gronden toch door te gaan met een brede EMU, dan kan dit alsnog leiden tot uitstel, als Duitsland besluit niet mee te doen ¹. De ontwikkelingen in Frankrijk en Italiaanse deelname kunnen namelijk leiden tot een vertrouwenscrisis in Duitsland, dat dan besluit zich terug te trekken.

Het grote gevaar van uitstel is, dat het tenslotte leidt tot afstel. Het politieke momentum voor de EMU gaat door uitstel immers verloren en de verleiding is dan groot om na jarenlange bezuinigingen de budgettaire teugels wat te laten vieren. Daarnaast zal uitstel gepaard gaan met hevige valutaspeculaties en forse rentebewegingen in Europa, die het in dit scenario toch al verziekte politieke klimaat voor het Europese integratieproces en dus ook de EMU verder kunnen schaden. Daarnaast bestaat de kans, dat beleidsmakers ten gevolge van de volatiele wisselkoersen weer zullen vervallen in protectionisme, waardoor de interne markt geweld wordt aangedaan. Dit zal het ondernemersklimaat negatief beïnvloeden.

Korte rente

Uitstel en afstel zullen leiden tot een vlucht in de Duitse mark en een appreciatie van de D-mark ten opzichte van de dollar en enkele Europese valuta's. Indien de Duitse economische en monetaire situatie dit toelaat, zou de D-mark appreciatie kunnen leiden tot een verruiming van het Duitse monetaire beleid. Een sterke appreciatie van de D-mark zal de Duitse conjunctuur immers niet onberoerd laten. Dit betekent dat, ervan uitgaande dat de koppeling van de gulden aan de D-mark blijft gehandhaafd, de korte rente ook in ons land lager zal liggen dan in scenario 1 (zie [figuur 4](#)).



Figuur 4. Uitstel/afstel *afwijkingen in procentpunten t.o.v. rente zonder EMU*

Lange rente

In de aanloop naar de EMU zal er grote onzekerheid ontstaan over de samenstelling van de kopgroep, wat zal uitmonden in een hogere kapitaalmarktrente. Uitstel zal een schrikreactie bij beleggers veroorzaken, zodat een kapitaalstroom naar veilige en zekere markten ontstaat, zeker vanuit de Zuid-Europese landen. Duitsland en Nederland zijn dan zeer aantrekkelijk, waardoor de kapitaalmarktrente hier

(maximaal) 0,5 procentpunt onder die van het basisscenario kan duiken (zie [figuur 4](#)). Na de eerste schrikreactie zullen financiële markten de landen weer op hun eigen politieke en economische merites gaan beoordelen. Indien blijkt dat uitstel met bijvoorbeeld twee jaar niet leidt tot afstel, zal de kapitaalmarktrente in aanloop naar de nieuwe EMU-startdatum zich parallel kunnen ontwikkelen aan de huidige situatie. Bij afstel blijft de gulden (in eerste instantie) in het kielzog van de D-mark een vluchtmunt, waardoor de rente (tijdelijk) lager zou kunnen blijven dan in het eerste scenario. Het in dit scenario te verwachten negatieve effect van uitstel/afstel van de EMU op de conjunctuur leidt tot laag blijvende nominale rentes.

Conclusie

Vanzelfsprekend zijn er vele scenario's denkbaar, maar de analyse is hier beperkt tot de meest waarschijnlijke en een paar extreme risicoscenario's. Komt er een EMU met prijs- stabiliteit, dan zijn de rente-effecten tamelijk beperkt, terwijl ook in het geval van uitstel of afstel van de EMU (scenario 4) de effecten op de rente gematigd zullen zijn. Wel zal afstel van de EMU zeker negatieve effecten op de reële sfeer hebben. De grootste risico's voor de rente lijken zich voor te doen als een brede EMU tot stand komt met een verslappend monetair beleid (scenario 3). In eerste instantie (tot 2000) kan de lange rente dan sterk toenemen. De situatie met een zeer zwakke euro en sterk oplopende inflatie zal echter al gauw onhoudbaar blijken, wat vervolgens tot een zeer restrictief monetair beleid zou kunnen leiden. Een inverse rentestructuur met hoge nominale renteniveaus kan in dit scenario (na 2000) niet worden uitgesloten

¹ Bij de Duitse ratificatie van het Verdrag van Maastricht is bepaald, dat Duitsland alleen zal toetreden als de doelstelling van prijsstabiliteit niet in gevaar is. Bij een te ruime interpretatie van de Maastricht-criteria bestaat de kans, dat deze doelstelling wel in gevaar komt.