



De EMU-premie kwam en ging

Auteur(s):

Leen, F.M.

*De auteur is werkzaam bij het Economisch Bureau van de ING.***Verschenen in:**

ESB, 82e jaargang, nr. 4131, pagina 928, 3 december 1997

Rubriek:

Monitor

Trefwoord(en):

eu, emu, financiële, markten

De afgelopen jaren heeft zich een opmerkelijke daling van de Duitse tienjaars rente voorgedaan. Deze kan verklaard worden uit afgenomen onzekerheid over de EMU.

Tussen eind 1995 en midden 1997 daalde de Duitse tienjaars rente van 6 naar 5,5%. Deze daling is opmerkelijk, omdat in die periode de economische groei van Duitsland aantrok, de financiële markten meer en meer rekening gingen houden met een verhoging van de rente door de Bundesbank en de rente op de Amerikaanse kapitaalmarkt steeg. Gewoonlijk gaat van deze factoren een renteverhogende invloed uit. Dat dit nu niet gebeurde, kan verklaard worden door afgenomen onzekerheid bij beleggers over de EMU en zijn gevolgen. De EMU-premie, waardoor de rente hoger was dan zonder de EMU het geval zou zijn geweest, is gedaald.

Verklarende factoren voor de rente

Teneinde deze EMU-premie te kunnen toetsen is nagegaan in welke mate de Duitse tienjaars rente verklaard kan worden door de reële korte rente, het saldo van de overheidsbegroting, de inflatie, de tienjaars rente in de VS (gesplitst in twee perioden, vanwege de toegenomen financiële integratie) en het verloop van de wisselkoers tussen de D-mark en de Amerikaanse dollar. Deze laatste variabele verdient een toelichting. Uitgangspunt is de trendmatige ontwikkeling van de wisselkoers van de dollar. Indien de dollarkoers nu een bepaald moment onder de trend ligt, dan zal er in de markt een appreciatieverwachting ontstaan. Daardoor wordt beleggen in de VS aantrekkelijker vergeleken met beleggingen in Duitsland. Deze wijziging van beleggingsvoorkeur leidt ertoe dat de rente in Duitsland zal stijgen ten opzichte van die in Amerika. Ten slotte is bekeken of er een apart effect uitging van de Duitse eenwording. De resultaten van de regressie-analyse staan in [tabel 1](#) en zijn op zich zelf niet onbevredigend. Alle variabelen hebben een significante invloed, en de richting van die invloed komt overeen met wat verwacht mocht worden.

Tabel 1. Twee vergelijkingen om het verloop van de Duitse tienjaars rente in de periode 1985-1997 te schatten

Verklarende variabele	coëfficiënt zonder EMU-proxy	coëfficiënt met EMU-proxy
tienjaarsrente VS 1991-97	0,72	0,70
tienjaarsrente VS 1985-91	0,55	0,54
Duitse eenwording (dummy 1989-90)	1,12	1,05
overheidssaldo Duitsland (% bbp)	-0,12	-0,11
inflatie Duitsland	0,17	0,20
reële korte rente Duitsland ^a	0,36	0,38
trendafwijking wisselkoers \$/DM	-0,63	-0,60
EMU-proxy		-0,22
Deel van de rente dat met deze factoren verklaard wordt:		
R ² gecorrigeerd	0,90	0,91
Mate waarin het niet-verklaarde deel een systematisch verloop heeft (2,0 = neutraal):		
Durbin Watson	1,8	2,0

a. nominaal driemaands minus inflatie.

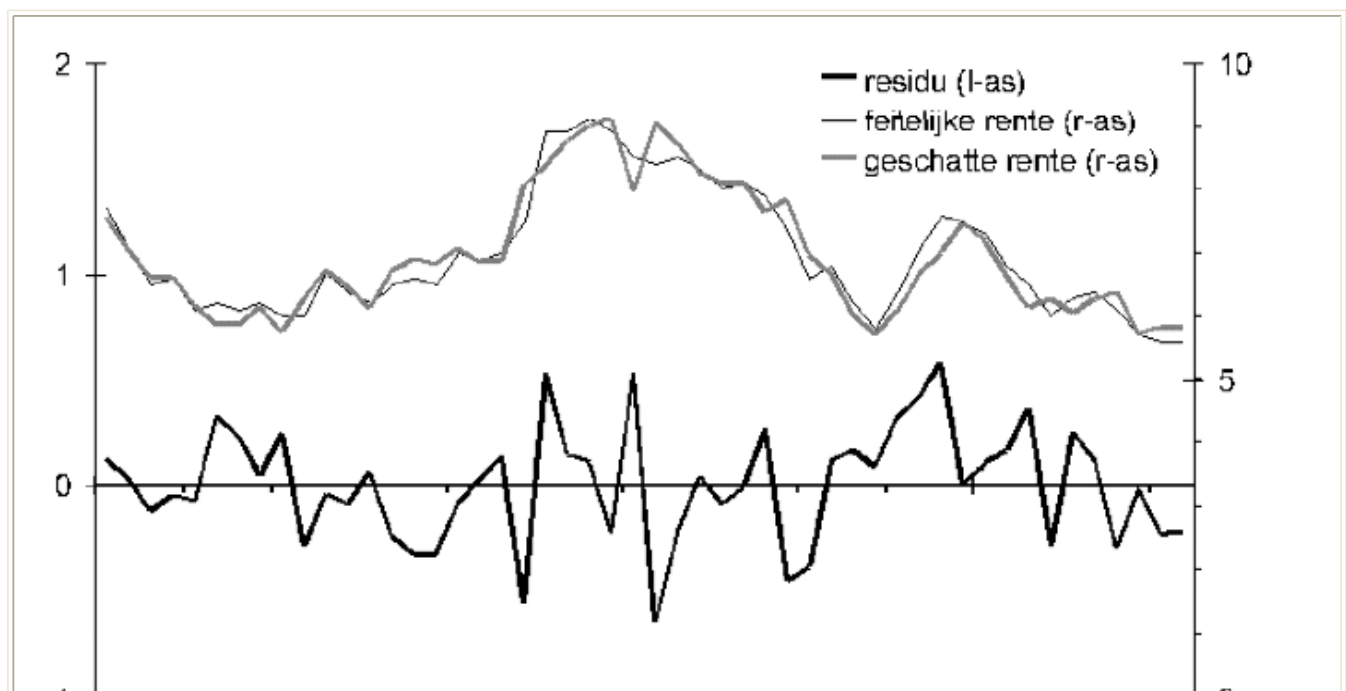
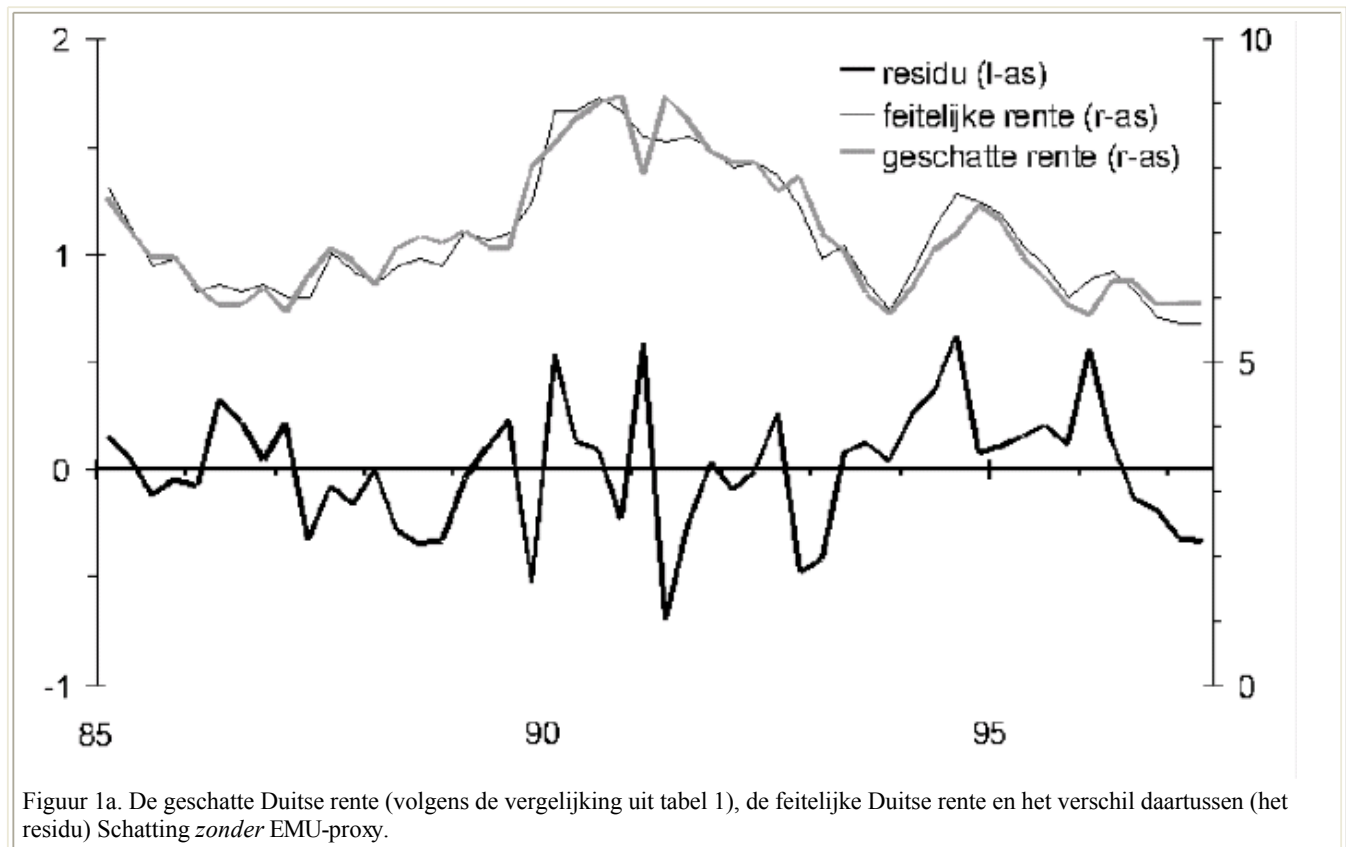
Als er een EMU-premie in de Duitse rente zou zijn, dan zal de feitelijke rente boven de aldus geschatte rente liggen. Opvallend is dat er over de periode eind 1995 tot midden 1997 sprake is van een langdurig positief residu. Om te toetsen of dit inderdaad een EMU-premie is, hebben wij in de rentevergelijking een extra variabele opgenomen die een benadering (proxy) geeft van de op de financiële markten heersende EMU-onzekerheid.

Onzekerheid over de EMU

Als EMU-proxy is gebruik gemaakt van het verschil tussen de marktwaarde en de theoretische waarde van de ecu. De officiële waarde van de ecu is een gewogen gemiddelde van de waarde van de samenstellende valuta's. De marktwaarde van de ecu kan echter afwijken van deze officiële waarde. Deze afwijking kan worden gezien als een weerspiegeling van onzekerheid op de financiële markten over de EMU. Onzekerheid over de startdatum, de samenstelling van de kopgroep, de continuïteit van ecu-contracten, enz., kunnen ertoe leiden dat de marktwaarde van de ecu lager is dan de officiële waarde.

Een verschil van een half procent tussen markt- en theoretische waarde is niet ongebruikelijk, daarom is het eerste halve procent afwijking buiten beschouwing gelaten. Wordt het verschil groter, dan telt dit als 'EMU-proxy'. De proxy is opgenomen vanaf het tweede kwartaal van 1994; voor die tijd vormden EMU-gebeurtenissen immers nog niet of nauwelijks een thema op de financiële markten en was de aldus berekende proxy positief.

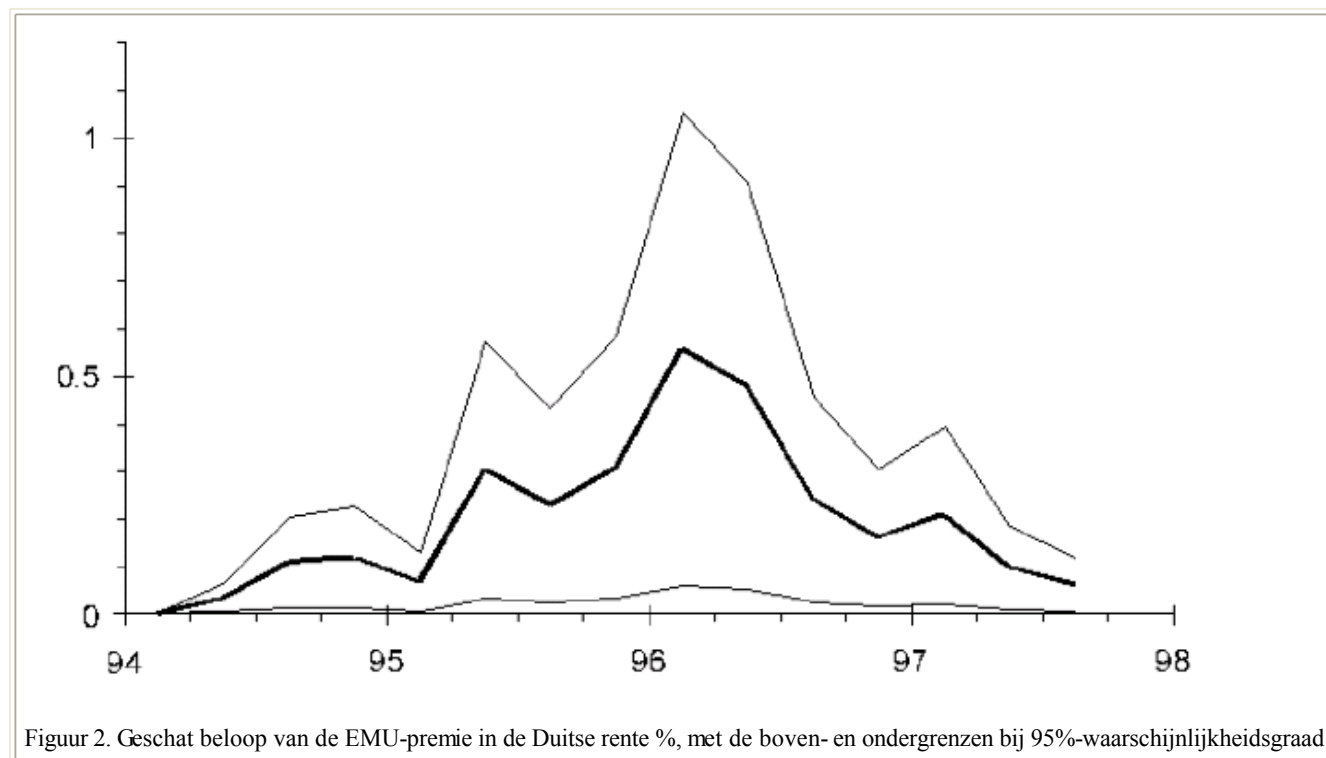
Het teken van de proxy in de rentevergelijking moet echter negatief zijn, wat komt doordat de proxy in het algemeen een negatieve waarde heeft (de marktwaarde is lager dan de theoretische waarde). Opname van de EMU-proxy geeft een geringe verbetering van de verklaringskracht van de rentevergelijking. Opvallender is dat opname van de proxy tot gevolg heeft dat het patroon van de residuen min of meer is zoals mag worden verwacht (zie [figuur 1a](#) en [figuur 1b](#)). In 1995 en 1996 zijn de residuen niet meer steeds positief, maar net zo afwisselend positief en negatief als in andere tijdvakken.



Figuur 1b. De geschatte Duitse rente (volgens de vergelijking uit tabel 1), de feitelijke Duitse rente en het verschil daartussen (het residu) Schatting *met* EMU-proxy.

De EMU-premie kwam ...

In [figuur 2](#) is de invloed van de EMU-proxy op de Duitse rente afzonderlijk afgebeeld. Tot en met het eerste kwartaal van 1995 was deze 'EMU-premie' verwaarloosbaar klein. Dit is niet verwonderlijk, omdat het idee van de EMU toen nog nauwelijks een thema vormde op de financiële markten. Pas in de loop van 1995 kwam de EMU dichterbij, toen het Groenboek over de praktische aspecten en de prototypen van de nieuwe munten werden gepresenteerd. Aan het einde van dat jaar heeft de EMU-premie een flinke stijging ondergaan. Rond die tijd was het duidelijk geworden dat de EMU een grote kans had om doorgang te vinden, terwijl er tegelijkertijd veel onduidelijkheid bestond over de concrete uitwerking. Naar de mening van de financiële markten kon dit niet veel goeds betekenen, hetgeen leidde tot een stijging van de EMU-premie.



... en ging

Sinds die tijd zijn er nieuwe besluiten genomen en is een vastberaden indruk ontstaan over de start van de EMU, waardoor de onzekerheid is afgenomen. Hierbij kan worden gedacht aan het juridische raamwerk voor de introductie van de euro, en het in december 1996 overeengekomen, maar nog niet geratificeerde, Stabiliteitspact, waarmee de 'witte vlekken' uit het Verdrag van Maastricht werden ingevuld. Als resultaat hiervan daalde de EMU-premie tot dichtbij nul op dit moment.

Conclusie

Het is de daling van de EMU-premie die ertoe heeft geleid dat de Duitse rente heeft kunnen dalen, terwijl andere factoren (Duits groeiherstel, speculatie Bundesbank, rente VS) wezen in de richting van een hogere rente. Op dit moment lijkt er nagenoeg geen sprake meer van een opwaartse druk op de rente vanwege EMU-onzekerheid, ook al is de kans op deelname van zwakker geachte landen alleen maar toegenomen. Dit kan als volgt worden geïnterpreteerd. Ofwel de financiële markten hebben, in de algemene EMU-euforie van dit moment, geen oog voor de zwakkere monetaire traditie van deze landen. Ofwel men verwacht dat de budgettaire criteria voor EMU-deelnemers zullen leiden tot een lagere reële rente, die compensatie biedt voor de zwakkere samenstelling van de kopgroep.