



Gedrag eurolanden in geldmarkt convergeert

Auteur(s):

Stek, E. van

Deze rubriek wordt periodiek verzorgd door het ministerie van Financiën. e.stek@minfin.nl**Verschenen in:**

ESB, 89e jaargang, nr. 4430, pagina 164, 2 april 2004

Rubriek:

EU-Monitor

Trefwoord(en):

De rol die de eurolanden binnen hun financieringsbeleid toekenden aan geldmarktfinanciering verschilde in grote mate. De laatste jaren is echter sprake van convergentie.

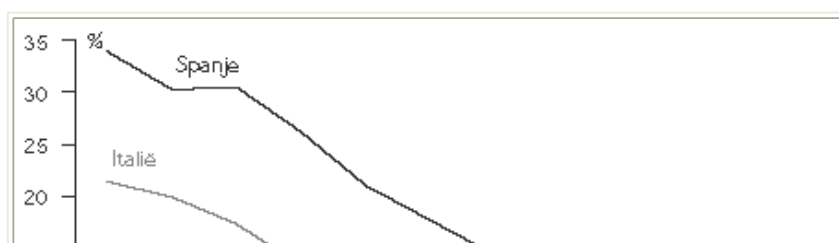
De afgelopen tien jaar is de markt voor schatkistpapier (papier met een looptijd tot twee jaar) in veel lidstaten ingrijpend gewijzigd. Landen als Duitsland en Nederland financierden tien jaar geleden één of twee procent van hun uitstaande schuld met kortlopend papier. In deze schuldtitels bestond geen actieve handel. De nadruk lag volledig op uitgifte en handel in langlopende schuldtitels. Deze situatie was tegengesteld aan die in landen als Italië en Spanje, die een veel groter deel (meer dan twintig procent) financierden met kortlopende titels. Momenteel is er een actieve handel in het schatkistpapier van alle belangrijke eurolanden. Gemiddeld financieren de meeste landen tien tot vijftien procent van hun schuld ermee. De enige uitzondering is Duitsland, dat momenteel vijf procent van de schuld met kortlopend papier financiert. De laatste jaren is wel sprake van een toename.

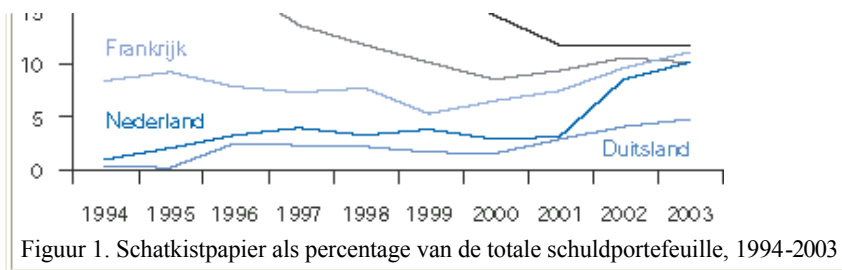
Een aantal ontwikkelingen heeft voor deze convergentie gezorgd. Een belangrijke rol speelde de Bundesbank, die tot in de jaren negentig afwijzend stond tegenover activiteiten van staten op de geldmarkt. Ze vreesde doorkruising van haar monetaire beleid. Met de komst van de euro zijn deze zorgen verminderd. Thans heeft de ecb zelfs belang bij een goed ontwikkelde markt voor kortlopend papier: dit is namelijk geschikt om als onderpand te dienen voor kredieten die commerciële banken bij de ecb opnemen. Centrale banken buiten het eurogebied hebben daarnaast behoefte aan het aanhouden van hun euroreserves in staatspapier. Schatkistpapier past daar goed bij.

In de tweede plaats speelde het wegvallen van wisselkoersonzekerheid en een daling van de inflatie een rol. Naarmate in de jaren negentig de invoering van de euro waarschijnlijker werd, daalde de wisselkoersonzekerheid. Ook de inflatie liep in veel landen terug. Dat zorgde ervoor dat landen die tot dan toe noodgedwongen veel kortlopend papier uitgaven, toegang kregen tot lange financiering. Een hoge en onzekere inflatie leidt vanwege de onzekerheid over de toekomstige waarde van geld tot een hoge kapitaalmarktrente, die prohibitief kan werken voor de ontwikkeling van deze markt. In reactie op de gunstigere condities op de kapitaalmarkt hebben deze landen in de tweede helft van de jaren negentig de uitgifte van leningen met een lange looptijd verhoogd, ten koste van programma's voor schatkistpapier.

Een derde ontwikkeling is de opkomst van elektronische handelsplatformen. Hoezeer deze tot het financiële landschap zijn gaan behoren, wordt geïllustreerd door de aanstaande inpassing van specifieke regels voor deze elektronische systemen in de isd richtlijn¹. Kenmerk van de platformen is dat ze lage transactiekosten en een hoge zekerheid bieden (een gedane transactie ligt onherroepelijk vast na elektronische bevestiging). Deze kosten- en onzekerheidsreductie verlaagt de drempel om te handelen. Doordat een aantal landen vanaf 2002 (eerst Nederland en België, gevolgd door Spanje, Frankrijk en Duitsland) de platformen voor schatkistpapier ging gebruiken, is de handel in het papier en de aandacht van banken en beleggers voor deze markt flink toegenomen.

Ten slotte heeft bewuster risicomanagement door eurolanden bijgedragen aan convergentie. Risicomanagement betreft de afweging tussen kosten en (budgettaire) risico. Schematisch geldt dat kort lenen met schatkistpapier gemiddeld goedkoper is dan langere leningen, maar het brengt ook meer risico met zich mee. Een rentestijging werkt sneller en feller door in de begroting van een land naarmate een groter deel van de schuld kort is gefinancierd. Hoe korter de schulden zijn gefinancierd, des te groter de mogelijke budgettaire tegenvallers kunnen uitpakken. Het deel dat kort gefinancierd is, staat immers voortdurend bloot aan de actuele rente. Lange leningen bieden voor meerdere jaren zekerheid over de te betalen rentekosten. De meeste eurolanden zijn de afgelopen jaren bewuster gaan berekenen en afwegen welke combinatie van kosten en risico acceptabel is, en komen dan tot ruwweg vergelijkbare uitkomsten voor uitgifte van schatkistpapier².

figuur 1



Figuur 1. Schatkistpapier als percentage van de totale schuldportefeuille, 1994-2003

Erik van Stek

1 De Investment Services Directive (ISD) harmoniseert de voorwaarden waaronder aanbieders van financiële diensten in de EU opereren. De bestaande richtlijn is onderwerp van herziening.

2 Voor bespreking van het Nederlandse risicomangement, zie TK 28600 (begroting IXA 2003) en www.dutchstate.nl