



Lagere overheidsschulden en de rente

Auteur(s):

Doornekamp, C.A.

Jansen, P.W.

Scholten, R.C.N.

Ven, P.L.M., van de

Doornekamp en Van de Ven zijn werkzaam bij de Stafgroep Economisch Onderzoek van Rabobank Nederland. Jansen was ten tijde van het schrijven van dit artikel aan de afdeling verbonden als stagiair. Scholten is werkzaam bij de afdeling Financial Markets Research van Rabobank International.

Verschenen in:

ESB, 85e jaargang, nr. 4275, pagina 816, 13 oktober 2000

Rubriek:

Monitor

Trefwoord(en):

kapitaalmarkt

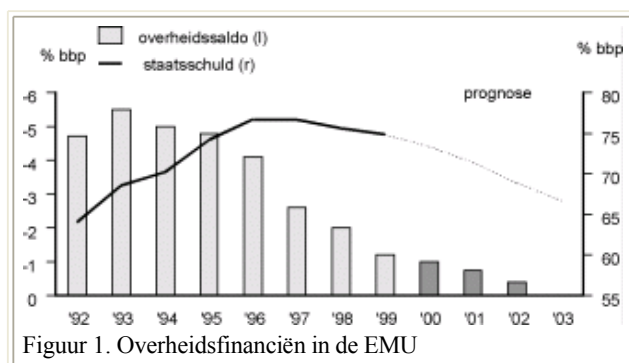
De swapcurve is de nieuwe toonaangevende graadmeter voor de kapitaalmarkt. Het rendement op staatsleningen blijft onder druk staan en het rente-écart tussen staats- en bedrijfsobligaties zal verder oplopen.

In Europa is de begrotingsdiscipline in de afgelopen jaren beduidend toegenomen. Dankzij een forse beleidsinspanning en mede geholpen door een gunstig economisch klimaat, zijn de begrotingstekorten als sneeuw voor de zon verdwenen. In de meeste EMU-lidstaten ligt een begrotingsoverschot inmiddels binnen handbereik of wordt dit reeds gerealiseerd. Ook in de VS is al enige jaren sprake van een positief begrotingssaldo. Dit heeft zijn uitwerking op de Amerikaanse obligatiemarkt niet gemist. De vraag is thans welke sporen de sterk verbeterde situatie van de overheidsfinanciën op de Europese obligatiemarkt zullen gaan trekken.

In dit artikel wordt onderzocht welke invloed de reductie van de overheidsschulden heeft op de Europese en Nederlandse kapitaalmarktrentes. Daarbij wordt zowel gekeken naar het rendement op overheidsobligaties als op bedrijfsobligaties.

Staatsobligaties sterven uit

De slinkende begrotingstekorten leiden automatisch tot een sterk dalende financieringsbehoefte van Europese overheden. Deze tendens wordt in een aantal landen momenteel nog versterkt door de eenmalige opbrengsten van de veiling van de derde generatie mobiele telefoonlicenties (UMTS-veilingen). Hoewel de veilingopbrengst van EUR 2,6 miljard in Nederland is tegengevallen, zijn de revenuen EMU-breed zeer omvangrijk: ze worden geschat op zo'n EUR 75 miljard, dat is 1,5 procent van het bbp. Daarmee wordt het voor dit jaar verwachte gemiddelde begrotingstekort van 0,8 procent bbp in ruime mate overtroffen en resulteert, inclusief de UMTS-opbrengsten, reeds een begrotingsoverschot in de eurozone. De positieve ontwikkeling van de overheidsfinanciën stelt steeds meer Europese landen, in navolging van de VS, in de gelegenheid overheidsschuld terug te kopen. Tegelijkertijd droogt het aanbod van staatsobligaties op. Daar staat tegenover dat de vraag naar staatsobligaties op de korte termijn relatief prijsinelastisch is. Er blijft namelijk behoefte aan obligaties met een gering risico, onder andere ten behoeve van liquiditeits- en solvabiliteitseisen. De combinatie van toenemende schaarste en een op peil blijvende vraag leidt tot neerwaartse druk op de rente op staatsobligaties. Mede dankzij de vastgelegde kaders binnen het Groei- en Stabiliteitspact en het gunstige conjunctuurbeeld ligt een begrotingsoverschot de komende jaren binnen handbereik. Dit suggereert dat het uitstaande volume van staatsobligaties in de EMU verder zal afnemen en dat de neerwaartse rentedruk ook op de langere termijn zal aanhouden (zie [figuur 1](#)).



Financieringsbehoefte overheid

Ook de Nederlandse overheid kent een slinkende financieringsbehoefte. Dit komt tot uiting in een lagere uitstaande overheidsschuld en een geringere uitgifte van nieuwe schuldttitels. Gevolg is dat het Nederlands overheidspapier eveneens een schaars goed wordt met een

lage rentevergoeding. Om te voorkomen dat de liquiditeit van Nederlandse staatsleningen in gevaar komt waardoor de rente juist weer zou stijgen, heeft het Agentschap van het ministerie van Financiën de afgelopen jaren een aantal initiatieven ontplooid. Zo is de uitgifte van nieuwe leningen beperkt tot de looptijden van drie, tien en dertig jaar. Daarnaast zijn oude illiquide leningen zoveel mogelijk omgewisseld in andere bestaande leningen om liquide vergelijkingsmaatstaven ('benchmarks') te creëren.

Bijna alle uitstaande Nederlandse staatsobligaties hebben nu de beoogde omvang van tenminste tien miljard euro. Hierdoor is de liquiditeit van Nederlandse staatsleningen verbeterd en is van een liquiditeitspremie nauwelijks sprake. Ter illustratie: de tien-jaars staatsrente in Nederland ligt momenteel onder die van Frankrijk, terwijl de kredietwaardigheid van beide soorten leningen gelijk is (AAA) en de omvang van de Franse leningen veel groter is. Wel bestaat er een behoorlijk verschil ten opzichte van de Duitse tien-jaars rente. Dit kan worden toegeschreven aan het bestaan van belangrijke future-contracten op tien-jaars Duitse Bunds. Hierdoor wordt de rol van Duitse staatsobligaties als benchmark versterkt en wordt het rendement extra omlaag gedrukt.

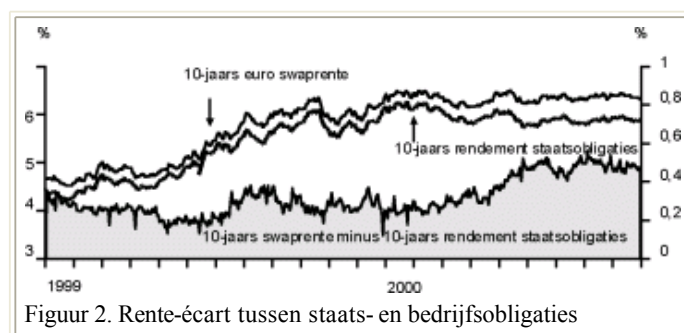
Op de markt voor staatsobligaties is voorts van belang, dat beleggingsportefeuilles steeds meer pan-EMU in plaats van landenspecifiek worden ingericht. Nederlandse (institutionele) beleggers hebben hierbij het voortouw genomen. Per saldo is het belang in Nederlandse staatsobligaties afgebouwd om er buitenlands schuld papier voor terug te kopen. Het is echter een kwestie van tijd voordat deze tendens van grensoverschrijdende diversificatie ook in andere (Europese) landen sterker op gang zal komen. In dat geval zullen Nederlandse obligaties juist weer meer gevraagd worden. Op de lange termijn zal dit extra neerwaartse druk op het rendement op Nederlandse staatsobligaties ten opzichte van buitenlandse staatsobligaties uitoefenen.

Bedrijfsobligaties: goed alternatief

De overheid is niet de enige aanbieder van obligaties op de kapitaalmarkt. Ook het bedrijfsleven is in toenemende mate op de kapitaalmarkt actief. Dit komt tot uiting in een forse stijging van het aantal uitgiften van bedrijfsobligaties. De vraag naar bedrijfsobligaties heeft de afgelopen jaren eveneens een hoge vlucht genomen. Enerzijds heeft dit te maken met de huidige relatief lage renteniveaus op staatsleningen. Institutionele beleggers kiezen steeds meer voor hoger renderende bedrijfsobligaties om een grotere marge te creëren ten opzichte van de rekenrente voor toekomstige verplichtingen. Anderzijds komen bedrijfsobligaties ook steeds meer in trek omdat de regelgeving wordt versoepeld. Zo is er de tendens dat (kredietwaardige) bedrijfsobligaties vaker als onderpand kunnen worden gebruikt.

Tekort bedrijfsobligaties

Tegen deze achtergrond is momenteel eerder sprake van een tekort - en niet een overschot - aan bedrijfsobligaties. De aantrekkelijke vraag zal het rendement op bedrijfsobligaties op de korte termijn temperen. Deze rentedaling is evenwel geringer dan bij staatsobligaties, doordat de vraag naar bedrijfsobligaties meer prijselastisch is. Overheidsobligaties hebben namelijk bepaalde voordelen, zoals verdisconteerbaarheid bij centrale banken, leverbaarheid in futures-contracten, die bedrijfsobligaties (nog) niet hebben. Het renteverskil tussen staats- en bedrijfsobligaties zal hierdoor op de korte termijn al verder kunnen uitlopen. Op de langere termijn zal naar verwachting het aanbod van bedrijfsobligaties belangrijk aan volume winnen. Waarschijnlijk zal het effect van het grotere aanbod van bedrijfsobligaties zwaarder gaan wegen dan het hiervoor beschreven effect van de vraagverschuiving vanuit staatsobligaties. Dit zal zich niet alleen vertalen in een hogere rente op de dan minder schaarse bedrijfsobligaties, maar het zal ook het rente-écart tussen staats- en bedrijfsobligaties verder omhoog drijven. Ter illustratie: in de VS, waar de markt voor bedrijfsleningen al veel verder ontwikkeld is, liggen de renteversillen tussen bedrijfs- en staatsleningen ongeveer twee keer zo hoog als in de EMU. Het is aannemelijk dat een grotere volwassenheid van de Europese markt voor bedrijfsobligaties gepaard zal gaan met risicopremies die meer op de huidige Amerikaanse niveaus zullen liggen. De invloed van de schaarste aan staatsobligaties en een hogere kredietrisicopremie op bedrijfsobligaties is nu reeds zichtbaar. Zo is het verschil tussen de tien-jaars euro swaprente, een maatstaf voor de rente op bedrijfsobligaties, en de tien-jaars rente op staatsobligaties in de EMU sinds begin dit jaar bijna verdubbeld tot ruim vijftig basispunten (zie [figuur 2](#)).

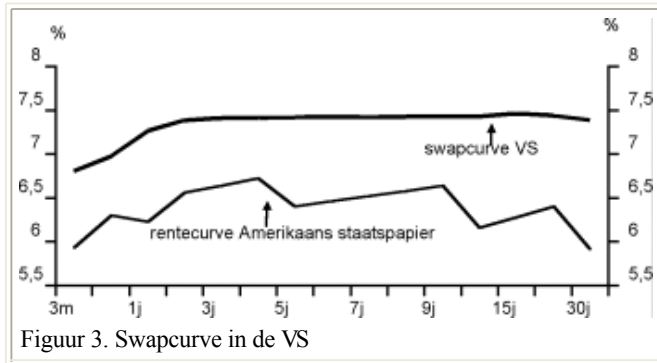


Nieuwe maatstaf: swapcurve

De opkomst van de markt voor bedrijfsobligaties en de neergang van de markt voor staatsobligaties heeft ook belangrijke gevolgen voor de vergelijkingsmaatstaf van veel (institutionele) beleggers. Wat zegt de lage rente op staatsobligaties nog, als deze markt zo wordt verstoord door krapte? Het antwoord is duidelijk: steeds minder. Niet voor niets komt de zogenaamde swapcurve daarom steeds meer in beeld als nieuwe leidraad voor de kapitaalmarkt. De swapcurve is opgebouwd uit rentetarieven, die op de markt tot stand komen en die financiële instellingen en kredietwaardige bedrijven (AA-rating) elkaar in rekening brengen bij transacties om het renterisico te beperken of juist aan te gaan. Doorgaans betreffen dit rente-ruilcontracten ('swaps') waarbij één partij, een bedrijf of bank, een vaste rentebetaling op een lening ruilt met een andere partij die een variabele rente betaalt. De markt prijst continu in hoe hoog de vaste swaprente is bij leningen van verschillende looptijden. Zodoende ontstaat een rentetermijnstructuur die kan dienen als vergelijkingsmaatstaf voor de kapitaalmarkt. In feite is de swapcurve een voortzetting van de EURIBOR-tarieven naar langere looptijden. Het belangrijkste verschil is, dat EURIBOR-tarieven dagelijks door een panel worden bepaald en swaprentes door de markt als geheel. Zodoende worden swaprentes continu aangepast aan veranderende marktomstandigheden.

Voordelen swapcurve

Het tien-jaars rendement op staatspapier is op dit moment doorgaans nog de leidraad voor het monitoren en voorspellen van de lange rente, maar de swapcurve dringt zich dus als logische opvolger op. In het dagelijkse gebruik op de primaire en secundaire markten voor bedrijfsobligaties voert de swapcurve nu al de boventoon. Bij een emissie van een nieuwe lening wordt in een aantal gevallen nog de prijs bepaald door middel van een opslag op het rendement van een AAA-overheidslening. Op de secundaire markt wordt echter bijna altijd al een opslag op EURIBOR-tarieven en swap-rentes toegepast. Het grote voordeel van het gebruik van de swapcurve als vergelijkingsmaatstaf is dat swaprentes voor elke looptijd min of meer homogeen zijn. Er zijn geen verschillen in liquiditeit van specifieke leningen, leverbaarheid in een futurescontract, enzovoort, waardoor de swapcurve veel minder schokken vertoont dan de rentecurve voor staatspapier. Het voorbeeld voor de VS laat inderdaad zien dat de swapcurve een veel gelijkmatiger verloop kent. Bovendien speelt bij de swapcurve het versturende effect van de schaarste aan langlopende staatsobligaties geen rol. Hierdoor verdwijnt zelfs het inverse karakter van de Amerikaanse rentecurve (zie [figuur 3](#)).



Een bijkomend voordeel voor de EMU is dat de swapcurve de enige rentecurve is die voor alle EMU-lidstaten precies gelijk is. Dit maakt de swapcurve juist voor de in ontwikkeling zijnde Europese kapitaalmarkt tot een geschikte vergelijkingsmaatstaf. Dit is ook de reden waarom de Rabobank de swapcurve inmiddels hanteert als belangrijkste funding-indicator voor haar vastrentende tarieven.

Conclusies

Het aanbod van staatsobligaties zal geleidelijk opdrogen. Dit zal resulteren in neerwaartse druk op rentes in het algemeen en op rentes van staatsobligaties in het bijzonder. Tegelijkertijd zal het renteverskil tussen staats- en bedrijfsobligaties verder uitlopen.

Voor de lange termijn kan worden verwacht, dat het rente-écart tussen staats- en bedrijfsobligaties nog scherper zal worden aangezet. Met name het grotere aanbod van bedrijfsobligaties zal daarbij zwaar wegen. Als de Europese markt voor bedrijfsobligaties volwassen wordt, zal dit naar Amerikaans voorbeeld namelijk gepaard gaan met aanmerkelijk hogere risicopremies.

De rente op staatsobligaties zal haar traditionele rol van graadmeter op de kapitaalmarkt verliezen. De toenemende schaarste aan staatsobligaties verstoort de aansluiting met de rest van de markt en roept een vertekend rentebeeld op. De swapcurve staat los van dit versturende effect en vertoont dan ook een veel gelijkmatiger verloop. De swapcurve geeft derhalve een beter beeld van de rentesituatie op de kapitaalmarkt voor bedrijven en particulieren en zal vanuit die optiek steeds meer de rol van vergelijkingsmaatstaf overnemen (zie ook [tabel 1](#)).

Tabel 1. Effect van lagere overheidsschulden op de rente

effect ten opzichte van huidige niveau	korte termijn	lange termijn
rente op staatsobligaties	-	- -
rente op bedrijfsobligaties	-	+
rente-ecart bedrijfs-/ staatsobligaties	+	++
rol swapcurve als benchmark	+	++