



Tekorten maken lenen duurder

Auteur(s):

P.W. Jansen en E.B. Spijkerman

De auteurs werken bij de directie Buitenlandse Financiële Betrekkingen van het ministerie van Financiën. Jansen is tevens verbonden aan de Economische Faculteit van de Vrije Universiteit van Amsterdam. Met dank aan Willem Kooi voor commentaar op een eerdere versie van dit artikel.
P.Jansen@minfin.nl

Verschenen in:

ESB, 89e jaargang, nr. 4438, pagina 350, 23 juli 2004

Rubriek:

financiële markten

Trefwoord(en):

De Verenigde Staten en de meeste Europese landen hebben de afgelopen jaren hun overheidstekorten fors zien oplopen. Effecten op de rente lijken tot op heden beperkt. Zowel de theorie als de empirie wijst echter uit dat verslechterde overheidsfinanciën de lange rente verhogen.

Bij discussies over het Stabiliteits- en Groeipact (SGP) gaat het meestal over de vraag of Europese landen voldoen aan de drieprocentnorm voor het overheidstekort en op welke wijze overtredingen van de tekortregel kunnen worden aangepakt. In de VS gaat de beleidsdiscussie op dit moment om de vraag op welke wijze de regering haar in korte tijd fors verslechterde begroting weer in het gareel krijgt. Minder prominent in het debat was de vraag in welke mate overheidstekorten en -schulden de lange rente opvoeren. Momenteel is ook deze vraag actueel. Recentelijk waarschuwden zowel het IMF als de OESO dat het blijvend hoge begrotingstekort in de VS een gevaar vormt voor de rente, niet alleen voor de VS zelf, maar wereldwijd (IMF, 2004; OECD, 2004). De Europese Commissie presenteerde onlangs een analyse waarin het renteoprijvende effect van hogere tekorten in het eurogebied wordt beargumenteerd (Europese Commissie, 2004).

Dit artikel gaat in op de theoretische en empirische relatie tussen de omvang van overheidstekorten en het niveau van de lange rente. Ook staan we kort stil bij de relevantie van overheidsschulden voor de rente.

Transmissie van tekorten naar rente

Bij de invloed van tekorten (en schulden) op het niveau van de lange rente en veranderingen daarin onderscheiden we volume-effecten van prijseffecten.

Het volume-effect verwijst naar het gewicht van een aanbieder van obligaties op de kapitaalmarkt. Schommelingen in overheidstekorten resulteren in veranderingen in de vraag naar kapitaal en daarmee tot reële renteschokken. Door te bepalen hoe belangrijk overheidspapier is in de geïntegreerde wereldobligatiemarkt, kunnen we het effect van een oplopende financieringsbehoefte op vraag en aanbod en dus de prijs (hier: de rente) vaststellen.¹

De prijseffecten verwijzen naar de risicopremies in de rente, waarvan we er vier kunnen onderscheiden (voor kredietwaardigheid, de inflatieverwachting, het inflatierisico en de liquiditeit).² De genoemde risicopremies treden in het algemeen alleen op de voorgrond wanneer de (verwachte) tekorten en daarmee de schuldpositie zodanig sterk toenemen dat risico's voor beleggers significant oplopen. Met de toegenomen perikelen rondom het Pact kunnen de risicopremies, bijvoorbeeld in de ogen van kredietbeoordelaars, wel belangrijker worden. We gaan hier verderop nader op in. Door de relatief ruime beschikbaarheid van onderzoeksresultaten gaan we in eerste instantie vooral in op de VS. Daarna proberen we de resultaten te vertalen naar het eurogebied.

Tekorten gestegen, rente gedaald

Op het eerste oog lijkt er gedurende de afgelopen jaren sprake van een omgekeerde relatie tussen overheidstekorten en de lange rente. Terwijl de tekorten in zowel de VS als in een aantal Europese landen na 2001 sterk zijn opgelopen, is de lange rente steevast gedaald. Zo daalde in de VS het federale overheidssaldo van -0,2 procent bbp in 2001 naar -4,9 procent in 2003, terwijl de rente op tienjaars staatsobligaties tussen begin 2001 en halverwege 2003 daalde van 5,1 procent naar een dieptepunt van 3,1 procent. In het eurogebied verslechterde het saldo over dezelfde periode van -1,7 procent bbp naar -2,8 procent bbp, terwijl de Duitse lange rente (als benadering voor het eurogebied) afnam van 4,9 procent naar 3,4 procent. Dat stijgende tekorten samengingen met dalende rentevoeten heeft een aantal redenen.

De sluipende aandelencorrectie, terrorisme, boekhoudschandalen en de oorlog in Irak hebben in combinatie met een sterk gestegen liquiditeit de behoefte aan veilige vermogenstitels vergroot. Deze factoren drukten de lange rente en hebben daarmee het opwaartse effect van verslechterde overheidsfinanciën op de rente overgeschaduwd (Jansen & Spijkerman, 2003). Een tweede verklaring is dat zowel tekorten als rente door een gemeenschappelijke factor worden beïnvloed, de conjunctuur. De sinds 2001 sterk afgenomen economische groei resulteerde in verhoogde overheidstekorten, terwijl ruimer monetair beleid en een scherpe daling van investeringsbehoefte rentevoeten hebben verlaagd. De conjunctuur als gemeenschappelijke factor voor zowel tekorten als de rente, compliceert de analyse

van de causaliteit tussen tekorten en rente op korte termijn.

Gewicht van obligatiemarktsegmenten

We gaan nu nader in op het eerder besproken volume-effect. Om het gewicht van partijen op de obligatiemarkt te bepalen, kunnen we op twee manieren naar de obligatiemarkten kijken: in een nationale en in een internationale context.

Allereerst de internationale context. [tabel 1](#) toont het gewicht van nationale obligatiemarkten (overheid en totaal) in de wereldwijde obligatiemarkt. Het blijkt dat de Amerikaanse en Japanse voorraad staatsschuld samen 58 procent uitmaken van de mondiale staatsobligatiemarkt. Als de mondiale kapitaalmarkt de relevante markt is - met andere woorden: iedere emittent vist in dezelfde wereldwijde kapitaalvijver - dan is het aandeel van overheden in de wereldwijde totale obligatiemarkt (inclusief bedrijfsobligaties) bepalend voor het mogelijke effect van tekorten op de rente. Amerikaans staatspapier is met een aandeel van 11,7 procent ruim drie keer zo sterk vertegenwoordigd als het papier van de vijf grootste eurolanden (waaronder Nederland). Op basis hiervan mag dus een significant sterkere invloed worden verwacht van Amerikaanse tekorten op de wereldwijde lange rente.

Tabel 1. De relatieve omvang van uitstaande schulden op de nationale obligatiemarkten, per december 2003

	staats- obligatie- markt (1)	totale nationale obligatie- markt (2)	overheid in % totale wereld- obligatiemarkt (1) x (2)
vs	28	45	12,5
Japan	76	20	15,4
euro-5	56	17	9,5
vk	40	3	1,2

Bron: BIS, Kwartaalbericht juni 2004.

Toelichting:

Kolom 1: nationale staatsobligaties als percentage van de totale nationale obligatiemarkt (staatsobligaties en bedrijfsobligaties).

Kolom 2: totale nationale obligatiemarkt als percentage van de totale wereldobligatiemarkt.

Kolom 3: nationale staatsobligaties als percentage van de totale wereldobligatiemarkt.

Dit grotere effect van Amerikaanse tekorten zou kunnen worden gematigd wanneer we het nationale kader in ogenschouw nemen. Zoals tabel 1 laat zien is het belang van staatsobligaties op de Amerikaanse markt met 28 procent bijna de helft lager dan in de euro-5. Bij internationale segmentatie van kapitaalmarkten zou het effect dat overheden met hun vraag naar kapitaal uitoefenen op de lange rente in Europa sterker zijn. Naar ons inzicht is het internationale kader echter het meest relevante omdat obligatiemarkten in de loop van de tijd steeds sterker internationaal geïntegreerd zijn (zie bijvoorbeeld Fase & Vlaar, 1998).

Empirische relaties

Resultaten van empirische studies naar het verband tussen tekorten en rente zijn niet eenduidig. De belangrijkste oorzaak daarvoor is, zoals we in het begin aanduiden, dat het lastig is om de relatie tussen rente en tekorten te isoleren van alle andere op de rente inwerkende factoren. Daarnaast verschilt de frequentie van data van beide reeksen sterk: terwijl de rente op continue basis beschikbaar is, zijn tekorten veelal slechts op kwartaal of jaarbasis beschikbaar.

Daarbij kijken sommige studies naar verwachte (structurele) tekorten en andere naar huidige (nominale) tekorten. Omdat de rente reageert op toekomstige economische ontwikkelingen is een analyse van verwachte tekorten het meest logisch. Zo wijst Goldman Sachs (2004) erop dat studies die voor de vs kijken naar de relatie tussen rente met nominale (tijdelijke) tekorten in het algemeen geen verband vinden, terwijl studies die een relatie leggen met structurele (permanente) tekorten dat wel doen. Kortom: als het effect van de conjunctuur op tekorten wordt gefilterd, resteert een negatief verband tussen tekorten en rente. Dit is volledig conform wat theoretisch verwacht mag worden.

Voor het eurogebied als geheel gaan tekortramingen (van bijvoorbeeld oeso, imf en Europese Commissie) niet verder dan enkele jaren. Er is relatief veel onderzoek gedaan naar de relatie tussen rente en tekorten in de vs, niet alleen vanwege het economische gewicht van het land, maar ook omdat data voor de vs veel ruimer voorhanden zijn dan voor het eurogebied. In onderzoek wordt veel gebruikt gemaakt van de tienjaars tekortramingen van het Amerikaanse Congressional Budget Office (cbo). Doordat deze ramingen een aantal malen per jaar worden bijgesteld, is het mogelijk het effect van veranderingen in verwachte tekorten op de rente te analyseren. De studie van Gale en Orszag (2003) naar de relatie tussen overheidsfinanciën en de lange rente geeft een volledig overzicht van empirische analyses op dit terrein.³ Volgens Gale en Orszag wijzen studies gemiddeld uit dat een permanente daling van het begrotingsaldo (via belastingverlaging) ter grootte van één procentpunt bbp de rente met 40 basispunten verhoogt na één jaar. Laubach (2003) kijkt eveneens naar verwachte tekorten en vindt voor de vs een rentereactie van +25 basispunten als gevolg van een permanente budgettaire verslechtering van één procentpunt bbp.

Hoewel deze schattingen betrekking hebben op de budgettaire situatie in de vs, zal de rentestijging - gegeven het eerder besproken belang van de vs in de wereldwijde obligatiemarkt - doorwerken op de wereldrente en dus op de rente in het eurogebied. De empirie wijst uit dat op langetermijnveranderingen van de Amerikaanse rentevoet één-op-één doorwerken in rentevoeten in het buitenland (imf, 2004). Ook correlaties tussen rentevoeten van grote industrielanden zijn hoog: gemiddeld 0,87 sinds 1985.

Vertaling van de vs naar Europa

Hoe kunnen we de empirische relaties tussen tekorten en rente voor de vs nu vertalen naar Europa? De in geringere mate beschikbare data voor het eurogebied, vooral wat betreft cijfers over verwachte tekorten, maakt het lastig om duidelijke uitspraken te doen over het exacte effect van hogere tekorten op de rente.

Indien we afzien van prijseffecten, bepalen volume-effecten de prijs. Het relatief beperktere aandeel van Europa in de totale wereldobligatiemarkt zorgt voor een relatief beperkter rente-effect. De besproken vuistregels voor de vs zullen dan voor het eurogebied naar rato moeten worden aangepast. Echter, de internationaal grotere structurele vraag naar Amerikaanse obligaties dan naar Europese maakt de relatie tussen tekorten en rente in Europa verhoudingsgewijs iets sterker. De grotere structurele vraag komt onder andere door het dominante belang van de dollar in valutareserves van centrale banken. Extra aanbod van Amerikaanse obligaties kan dan relatief gemakkelijk en goedkoop (dat wil zeggen: zonder oplopende rente) door de markt worden opgenomen.

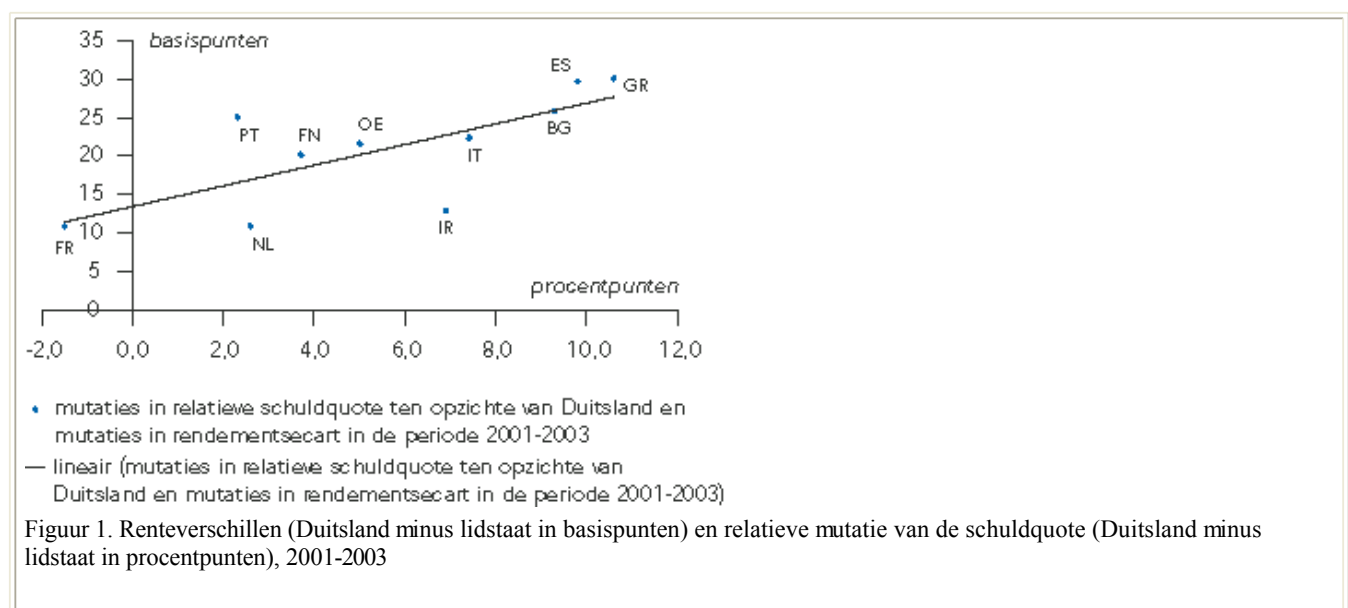
Op basis van de eerder besproken aandelen van de vs en de euro-5 in de wereldwijde obligatiemarkt (derde kolom in tabel 1), is onze inschatting dat het effect van hogere tekorten in het eurogebied in ieder geval driekwart is van het effect van hogere Amerikaanse tekorten. Op basis van de vuistregel van Gale en Orszag (+40 basispunten bij één procentpunt bbp hoger structureel tekort), komen we - rekening houdend met een circa twintig procent kleinere economie - voor het eurogebied uit op een effect van circa +24 basispunten ($0,75 \cdot 40 \cdot 0,8$) bij een tekortverslechtering van één procentpunt bbp. Indien we rekening houden met de prominente rol van Amerikaanse overheidspapier en het relatief grote belang van staatsobligaties op de Europese markt, komen we mogelijk iets hoger uit. De Europese Commissie (2004) schat het rente-effect op vijftien tot twintig basispunten.

Kredietbeoordeling: risicopremies

De voor het eurogebied afgeleide vuistregel is er één voor het gehele gebied. Voor een individueel land kan het effect hiervan afwijken, mits financiële markten hun risicopremies differentiëren tussen goed en slecht presterende landen. Naast overheidstekorten, zijn voor financiële marktpartijen ter beoordeling van de 'gezondheid van de overheidsfinanciën' ook de schuldquoten van overheden (als resultante van tekorten uit het verleden) van belang. Deze gezondheid van de overheidsfinanciën is bepalend voor de kredietbeoordeling (credit rating) die landen krijgen en daarmee voor (de risicopremie in) de rente. Zo stelde kredietbeoordelaar Standard & Poor's (s&p) eind 2003 dat zij groot belang hecht aan de begrotingsprestaties van landen die deelnemen aan een monetaire unie. Problemen met de handhaving en het afzwakken van het pact kunnen de kredietwaardigheid van een aantal landen negatief beïnvloeden (s&p, 2003).

Volgens s&p heeft het pact in het verleden bijgedragen aan de sterke daling van tekorten en schuldquoten in eu-landen en heeft het een sterke verbetering van de kredietwaardigheid van overheden veroorzaakt. Sinds medio jaren negentig zijn de ratings voor eu-landen vooral dankzij structurele verbeteringen in de overheidsfinanciën gezamenlijk met twaalf stapjes naar boven bijgesteld. Hierdoor zijn rentevoeten over de gehele linie gedaald en geconvergeerd in de richting van het lage Duitse niveau. Hoewel de convergentie van nationale lange rentevoeten dus goed kan worden verklaard, is het de vraag of financiële markten op dit moment voldoende onderscheid maken tussen emittenten. In maart waarschuwde s&p dat indien blijvende, structurele maatregelen uitblijven, Italiaans schuld papier het risico loopt te worden afgewaardeerd. Dat s&p vervolgens begin deze maand inderdaad tot afwaardering overging, geeft aan dat de kwaliteit van de overheidsboekhouding een belangrijke factor is voor de credit rating en derhalve de nationale rentevoeten. In maart 2004 stelde s&p al dat als de budgettaire beleidscoördinatie in Europa vermindert, de kans groot is dat de in het verleden bereikte convergentie van credit ratings en rentevoeten weer ongedaan wordt gemaakt (s&p, 2004).

De ECB concludeerde onlangs dat renteversillen ten opzichte van Duitsland sinds 2001 in sterke mate werden gestuurd door veranderingen in schuldposities ten opzichte van Duitsland. [figuur 1](#) laat voor de periode 2001-2003 een optisch sterk lineair verband zien tussen de rente en de schuld (ECB, 2003). Dit bevestigt de conclusies uit onze tekortanalyse: tekorten die resulteren in een structurele verhoging van de schuldquote leiden tot een hogere lange rente, waarbij niet alleen volume-effecten maar ook prijseffecten (kredietwaardigheid) een rol spelen.



Conclusie

Sinds medio juni zijn de lange rentes op overheidsobligaties in het eurogebied en de vs sterk gestegen. De Amerikaanse rente liet een sterkere stijging zien (van 3,1 procent naar 4,6 procent halverwege juli) dan de Europese rente (van 3,4 procent naar 4,3 procent halverwege juli). Het exceptionele politiek-economische klimaat van de afgelopen jaren en het uitzonderlijk ruime monetaire beleid hebben

de lange rente relatief laag gehouden. Het is aannemelijk dat het effect van de forse tekortstijging op de rente beter zichtbaar wordt als de economische omstandigheden 'normaliseren'. Uitgaande van de eerder genoemde vuistregels van Gale en Orszag zou de in de periode 2000-2003 opgetreden structurele begrotingsverslechtering in de vs van 5,4 procentpunt bbp de rente in 2004 met ruim 200 basispunten hebben verhoogd in vergelijking met het basisscenario van een constant begrotingssaldo. Op basis van de door ons afgeleide vuistregel, komen we voor het eurogebied door de structurele verslechtering van de overheidsbegroting sinds 2000 met 3 procentpunten bbp op een rente die 72 basispunten hoger ligt. Met de vuistregel van de Europese Commissie komen we uit op een rente-effect van 45 tot 60 basispunten. Hoewel het directe effect in het eurogebied geringer is dan in de vs, hebben verslechterde overheidsfinanciën een duidelijk negatief effect op de lange rente.

Pieter Jansen en Emile Spijkerman

Literatuur

Bernoth, K., J. von Hagen, L. Schuknecht (2004) *Sovereign Risk Premia in the European Government Bond Market*. ECB Working Paper nr. 369, Frankfurt.

BIS (2004) *Kwartaalbericht juni 2004*. Basel.

ECB (2003) *Maandbericht november 2003*. Frankfurt.

Europese Commissie (2004) *Public Finances in EMU*. Brussel.

Fase, M.M.G. en P.J.G. Vlaar (1998) International Convergence of Capital Market Interest Rates, *De Economist*, 146, 257-269.

Gale, W.G. en P.R. Orszag (2003) *Economic Effects of Sustained Budget Deficits*. The Brookings Institution, Washington DC.

Goldman Sachs (2004) The US Budget Outlook: A Surplus of Deficits. *Global Economics Paper* nr. 106, New York.

IMF (2004) *World Economic Outlook*. Washington DC, april 2004.

Jansen, P.W. en E.B. Spijkerman (2003) De obligatiemarkt bubbelt een beetje, *ESB*, 25 juli 2003, blz. 343-345.

Laubach, T. (2003) New Evidence of the Interest Rate Effects of Budget Deficits and Debt. Federal Reserve, Working Paper nr. 12.

OESO (2004) OECD Economic Outlook. Parijs, april 2004.

Spijkerman, E.B. en P.W. Jansen (2003) Tekort financiering, altijd vervelend, *ESB*, 13 juni 2003, blz. 281.

Standard & Poor's (2003) Weakened European Stability Pact Risks Putting Long Term Pressure on Some Eurozone Sovereign Ratings, november (beschikbaar op www.standardandpoors.com).

Standard & Poor's (2004) The Future of the EU Stability and Growth Pact and Potential Sovereign Rating Implications, november 2003 (beschikbaar op www.standardandpoors.com).

1 Tenzij Ricardiaanse equivalentie leidt tot een evenredige toename in het aanbod van kapitaal, is een negatief bijeffect van een toenemend overheidsberoep op de kapitaalmarkt de verdringing van de particuliere sector (crowding out): niet alleen loopt de rente op (waardoor voorheen rendabele investeringen niet langer lonend zijn), tevens nemen de beschikbare spaargelden voor particuliere investeringen af.

2 De liquiditeitspremie kan op zichzelf de rente verlagen wanneer tekorten oplopen. Dit is terug te voeren op de verbeterde verhandelbaarheid van schuld papier. Onderzoek van de ECB wijst dan ook uit dat Europese landen met een groter aandeel in de uitstaande EU-schuld een relatief lagere rente betalen (Bernoth et al., 2004).

3 Voor een vrijwel uitputtende overzichtstabel met studies naar het verband tussen tekorten en rente verwijzen we naar het zojuist verschenen rapport *Public Finances in EMU 2004* van de Europese Commissie (blz. 139-141).