

De invloed van de EMU op de rente

De Europese Monetaire Unie zal de beleidsruimte voor nationaal monetair beleid doen verdwijnen. Daar staat tegenover dat de deelnemende lidstaten kunnen profiteren van verlaging van de rentetarieven door vermindering van de valutarisico's. Het gemeenschappelijke monetaire beleid zal de Europese kapitaalmarkt aantrekkelijker maken voor internationale beleggers. Hoe dat beleid eruit zal zien, hangt voornamelijk af van de vraag in hoeverre een anti-inflatoire doelstelling centraal wordt gesteld.

DRS. T. BERENST – DRS. E. VOS*

De vorming van een Europese Monetaire Unie (EMU) houdt de gemoederen nu alweer geruime tijd bezig. In december aanstaande zal er over dit onderwerp een intergouvernementele conferentie worden gehouden. Aan de orde komt een wijziging van het Verdrag van Rome. Bij de voorbereiding van deze conferentie en in de discussies van het Comité Presidenten Centrale Banken over de modaliteiten van een Europese Centrale Bank (ECB), is de suggestie naar voren gekomen, dat een aantal landen (meestal worden genoemd de landen van het eerste uur: de Benelux, Duitsland, Frankrijk en Italië, soms aangevuld met Denemarken) vooruitlopen op de totale Gemeenschap en op korte termijn beginnen met een (beperkte vorm van) monetaire unie.

In dit artikel wordt nader ingegaan op de vraag wat de vorming van een monetaire unie impliceert voor rentes op de geld- en kapitaalmarkten. Aangenomen dat een Europa van twee snelheden op monetair terrein ook fasegewijs (analoog aan het voorstel in het rapport-Delors) zal verlopen, wordt geschetst wat de betekenis van de verschillende stadia is voor de prijsvorming op de financiële markten.

Binnen het proces van de totstandkoming van de Europese monetaire unie, waarnaar momenteel wordt gestreefd, zijn drie fases voorgesteld. In de eerste fase worden de fluctuatiemarges van de onderlinge wisselkoersen binnen het EMS beperkt. Dit kan gebeuren doordat de monetaire autoriteiten, al dan niet openbaar, afspreken, dat ze in de toekomst een beleid van vaste(re) wisselkoersen zullen nastreven. Deze stap is in de praktijk eenvoudig en snel te realiseren; zie het Nederlandse monetaire beleid en recentelijk het voornemen van de Belgische centrale bank een vergelijkbare beleidslijn te willen volgen, en is van direct belang voor de rente-ontwikkeling in de nabije toekomst.

In de tweede fase valt in principe onherroepelijke koppeling van de diverse EMS-valuta's te verwachten. Dit betekent reductie van de fluctuatiemarges van de onderlinge wisselkoersen tot 0%. Deze koppeling en de onmogelijkheid om de spilkoersen zelf te veranderen hebben vergaande consequenties voor de rente. Daarnaast is vereist, dat de nationale soevereiniteit over het monetaire beleid wordt opgegeven. Een Europese centrale bank zal

in de toekomst het monetaire (anti-inflatoire) beleid bepalen.

De omzetting van de verschillende nationale valuta's in één Europese munt is daarna technisch gesproken slechts een kleine stap, maar van groot psychologisch belang. Het integratieproces is hierdoor onherroepelijk geworden en de transactiekosten bij de omwisseling van de Europese valuta's zullen dan volledig tot het verleden behoren.

Rentebepalende factoren per fase

De gevolgen van de totstandkoming van de EMU voor de absolute hoogte van de rente zijn per saldo nauwelijks te voorspellen. Wel is de invloed ervan op de afzonderlijke rentebepalende factoren enigszins in te schatten, maar welke factor in de praktijk overheersend zal zijn, is onbekend. Achtereenvolgens besteden wij aandacht aan vraag- en aanbodverhoudingen op de financiële markten, wisselkoersrisico's en inflatieverwachtingen, en het monetaire beleid van de Europese centrale bank.

Vraag- en aanbodverhoudingen

Voor de Europese kapitaalmarkten zijn de gevolgen van de eenwording niet erg groot. Doordat de deviezenbeperkingen van de diverse EG-lidstaten sinds 1 juli 1990 voor het merendeel reeds zijn opgeruimd, wordt de mobiliteit van kapitaal slechts beperkt door wisselkoersrisico's (zie hieronder). Er lijkt geen reden waarom de spaarquote gedurende de komende jaren als reactie op een EMU zal stijgen of dalen. De vraag naar kapitaal zal toenemen indien de economische integratie een succes wordt, omdat dan de winst- en afzetverwachtingen naar boven worden bijgesteld en de investeringen stijgen. Hieruit resulteert een tendens tot hogere rentetarieven op de Europese kapitaalmarkt. Ons inziens is dit effect voor een groot deel reeds

* De auteurs zijn werkzaam bij de Stafgroep Economisch Onderzoek van Rabobank Nederland. Zij danken collega's van de Stafgroep voor het commentaar op een eerdere versie. De hier weergegeven visie is voor persoonlijke rekening van de schrijvers.

in de huidige rente verdisconteerd. Wel zullen de vraag- en aanbodverhoudingen op de Europese geldmarkten wezenlijk worden beïnvloed door de verschillende fases van het eenwordingsproces.

Gedurende de eerste fase van het proces naar de vorming van een EMU zullen de nationale geldmarkten, anders dan de kapitaalmarkten, nog tamelijk gescheiden van elkaar blijven functioneren. De monetaire autoriteiten zullen de korte rente via de ruimte op de geldmarkt moeten blijven sturen. Hoewel de groeiende Europese geldstromen als gevolg van de afnemende wisselkoersrisico's dit beleid steeds meer doorkruisen, zullen de renteversillen tussen de nationale geldmarkten dus blijven bestaan, maar deze verschillen zullen minder groot worden.

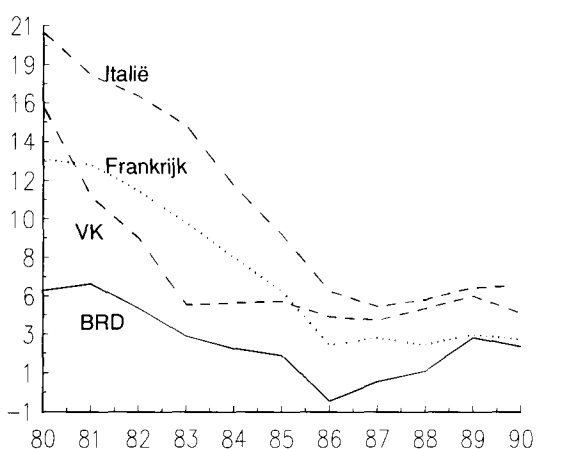
Tijdens de tweede fase zorgt de vaste en in beginsel niet-aanpasbare wisselkoers voor een volledige integratie van de nationale geldmarkten. Uit hoofde van de wisselkoersen zullen de Europese geldstromen, doordat de verschillen in de risicopremies kleiner zijn geworden, ervoor zorgen, dat er nagenoeg geen renteversillen meer aanwezig zijn. De interbancaire geldmarkttarieven, de gebruikelijke maatstaf voor de geldmarktrente, zullen in alle EMU-landen ongeveer gelijk worden.

Gedurende de derde fase (één Europese munt) zal het internationale interbancaire geldverkeer binnen Europa nog belangrijker worden, omdat wisselkoersrisico's dan volledig zijn verdwenen. Er is één Europese geldmarkt ontstaan. De markt zal nagenoeg perfect functioneren, zodat vraag en aanbod direct zullen reageren op renteversillen. Het resultaat is één (interbancaire) Europese geldmarktrente voor gelijke debiteurenrisico's.

Inflatieverwachtingen en wisselkoersrisico's

Hoewel er binnen Europa op het gebied van de inflatie al een zekere mate van convergentie is bereikt (middels een daling in de landen met de hoogste prijsstijgingen), zijn er nog steeds belangrijke verschillen op dit gebied (zie figuur). Ook binnen een EMU zullen inflatieverschillen tussen landen (of regio's) blijven bestaan. Inflatie(gevoeligheid) hangt voor een belangrijk deel samen met de reële sfeer. Door ongelijke produktiestructuren, imperfecties in de mobiliteit van arbeid enzovoort kunnen inflatieverschillen binnen een land en zeker tussen verscheidene landen langdurig optreden. De inkomensontwikkeling kan ook per regio afwijken. Ondanks de vrijheid van goederen- en dienstenverkeer zullen handelsstromen de verschillen in prijsniveau of -ontwikkeling niet volledig laten verdwijnen.

Figuur. Inflatieverschillen in de EG-4



Bron: OESO.

Tijdens de eerste fase worden de wisselkoersrisico's in principe kleiner, omdat de toegestane fluctuaties minder groot worden. De nationale monetaire autoriteiten moeten de wisselkoersen binnen nauwe fluctuatiemarges stabiliseren. Hiertoe staan slechts de geldmarktrente en eventueel directe interventies op de valutamarkt tot hun beschikking. Directe interventies kunnen hooguit tijdelijk soelaas bieden. Primair zal de geldmarktrente als sturingsinstrument voor de wisselkoers gebruikt moeten worden. Het rente-écart in de korte sfeer zal grotendeels bepalend zijn voor de wisselkoers. Daarnaast wordt de kans op een herschikking van de spilkoersen minder groot, hoewel aanpassingen van de spilkoersen in principe nog mogelijk blijven, omdat grote economische verschillen tussen landen (inflatieverschillen en verschillen in het gevoerde monetaire beleid) voor druk binnen het wisselkoersarrangement zorgen. Pas indien de marktpartijen ervan overtuigd zijn, dat de wisselkoers 'houdbaar' en de kans op herschikking daarom klein is, zal de premie in verband met de wisselkoersrisico's in de rentetarieven kunnen verminderen. Het nieuwe wisselkoerssysteem zal geloofwaardigheid moeten opbouwen, voordat marktpartijen de risicopremie voor wisselkoersfluctuaties uit de rentetarieven halen. Dit zal voornamelijk gelden voor valuta als de lire en Franse frank, waarvan het koersverloop voldoende aanleiding heeft gegeven om deze risicopremie te eisen.

Gedurende de tweede fase geldt dit onverminderd. Dus zelfs indien de wisselkoersen vast staan (fluctuatiemarge van 0%) en in principe niet-aanpasbaar zijn, kan nog steeds een risicopremie in verband met wisselkoersonzekerheid in de rentetarieven verwerkt zitten. Het succes van het beleid is bepalend of, en zo ja hoe snel, het ingeschatte wisselkoersrisico tot nul gereduceerd zal worden. Naast de mogelijkheid van een, door de economische ontwikkeling afgedwongen herziening van 'niet-aanpasbare', vaste wisselkoersen is er de theoretische mogelijkheid dat een land de overeenkomst, welke het wisselkoersregime regelt, eenzijdig opzegt. Doordat van een dergelijke stap echter nauwelijks economische voordelen te verwachten zijn, moet deze mogelijkheid als onwaarschijnlijk worden beschouwd.

Pas bij de overgang naar de derde fase wordt de risicopremie voor wisselkoersfluctuaties nul (een overweging waarom de tweede fase kort moet duren) en lijkt de toegenomen liquiditeit van de Europese financiële markten na invoering van één munt ervoor te zorgen dat de kapitaalmarktrentetarieven verder kunnen dalen. De Europese financiële markt wordt dan een aantrekkelijker alternatief voor beleggers uit de Verenigde Staten en Japan, die hun beleggingsportefeuille uit internationale portfolio-overwegingen ook met Europese schuldtitels willen diversifiëren. Dat er op de Europese kapitaalmarkt, in tegenstelling tot de Amerikaanse, waar overheidspapier verreweg het grootste deel van de handel voor zijn rekening neemt, een grote verscheidenheid aan schuldtitels wordt verhandeld, vermindert de liquiditeit van deze markt niet. Het toegenomen aantal marktpartijen en de verwachte vergroting van het geaggregeerde handelsvolume zullen er in principe voor zorgen, dat de individuele vragers en aanbieders met hun transacties niet direct prijsveranderingen zullen veroorzaken. De mogelijkheid tot het indekken tegen rentefluctuaties wordt bovendien vergroot, omdat een grotere variëteit aan futures op staatsobligaties ('Bund-futures') hiervoor kan worden aangewend zonder wisselkoersrisico. Dit geldt echter onder de veronderstelling, dat er geen verschillende debiteurenrisico's aan de diverse staatsleningen zijn verbonden. In principe zullen de verkleining van inflatieverschillen (op een gemiddeld lager niveau), de geleidelijke vermindering van wisselkoersrisico's en de toenemende liquiditeit van de Europese financiële markten ervoor zorgen, dat de rentetarieven op zowel de geldmarkt als de kapitaalmarkt lager kunnen worden.

De Europese centrale bank en het monetaire beleid

De ruimte tot het voeren van nationaal monetair beleid zal, zoals gezegd, binnen de EMU volledig verdwijnen. Europees monetair beleid, geformuleerd en uitgevoerd door een centrale instantie, de Europese centrale bank, zal ervoor moeten zorgdragen, dat zowel de inflatie binnen de perken blijft, alsook dat de wisselkoers van de Europese munt (ECU) ten opzichte van de dollar en de yen op het gewenste niveau blijft.

Onafhankelijk van het proces naar de EMU en de tijdsduur, waarin de realisatie daarvan zal plaatsvinden, heerst er over een aantal principiële kwesties consensus over de uiteindelijke vormgeving van de op te richten Europese centrale bank. De ECB zal een nieuw gemeenschapsorgaan van de Europese Gemeenschap zijn, waarin de monetaire autoriteiten van alle lidstaten van de EMU vertegenwoordigd zijn. De nationale centrale banken blijven bestaan als filiaal van de ECB, maar dat is voor de formulering van het Europese monetaire beleid nauwelijks relevant.

De mogelijkheid bestaat, dat het groot monetair beleid en het wisselkoersbeleid om tegengestelde maatregelen vragen. Wat dat betreft wijkt de toekomstige situatie niet af van wat momenteel in verscheidene EG-landen speelt. Waarschijnlijk zal dan in deze situaties, eerder dan nu, gekozen worden voor het anti-inflatiebeleid.

Op dit moment is de Duitse geldmarktrente voor een groot deel bepalend voor de korte rente in de andere EMS-landen. Door de dominante positie van de D-mark binnen het EMS hebben de overige lidstaten er voor gekozen hun geldmarktrente op een niveau te houden, waarop de wisselkoers van de nationale valuta stabiel blijft ten opzichte van de Duitse munt. Zo wordt het sterk anti-inflatoire beleid van de Bundesbank (vrijwillig of door wisselkoersstabilisatie gedwongen) gekopieerd door alle EMS-landen. De huidige motivatie van de centrale banken om het beleid van de Bundesbank te volgen lijkt mede bepalend te worden voor het monetaire beleid van de ECB. Drie verschillende mogelijkheden liggen voor de hand:

Wanneer het Duitse monetaire beleid, door de verplichting tot wisselkoersstabilisatie binnen het EMS, aan de overige lidstaten is opgedrongen, is het aannemelijk dat binnen het beleidsbepalende orgaan van de ECB geen voortzetting van het Duitse beleid zal plaatsvinden, maar dat de andere landen zeer waarschijnlijk zullen aandringen op versoepeling van het anti-inflatoire beleid (tenzij de Duitse en Nederlandse vertegenwoordigers de anderen van hun inzichten over het beleid kunnen overtuigen). Het beleid van de ECB zal dan een soort 'gewogen gemiddelde' worden van de monetaire beleidsinzichten van de nationale centrale banken van de EMU. Het gevolg hiervan is, dat een relatieve versoepeling van het beleid in eerste instantie een verlaging van de korte rente zal veroorzaken. Uiteindelijk zal dan echter een oplopende inflatie(verwachting) de ECB ertoe dwingen het beleid te verkrappen, waardoor er een hogere geldmarktrente zal ontstaan. In woorden van Bundesbankpresident Pöhl zal de D-mark in deze variant 'worden geofferd op het EMU-altaar', iets waartegen de Duitsers zich met alle kracht zullen verzetten.

Indien het overnemen van het Duitse monetaire beleid vrijwillig heeft plaats gevonden, doordat de overtuiging leefde, dat dit beleid tot de beste resultaten leidt ten aanzien van inflatie en rente, zal de ECB in volstrekte harmonie een voortzetting van het huidige Duitse monetaire beleid voortstaan. De consequentie hiervan voor de Nederlandse geldmarktrente is, dat er nagenoeg geen structurele wijziging hoeft te komen in de hoogte van de korte rentetarieven door de realisatie van de EMU. Het wisselkoersbeleid van DNB en de overtuiging op de geldmarkt, dat herschikking van de gulden ten opzichte van de D-mark zeer onwaarschijnlijk is, heeft ervoor gezorgd dat de risicopremie voor wisselkoersfluctuaties tussen beide landen inmiddels nihil is (het rente-

écart schommelt rond nul basispunten). Voortzetting van het huidige Duitse beleid binnen de ECB leidt er toe, dat de rente in alle EMU-landen naar het Duitse niveau wordt 'getrokken';

Voorstelbaar is echter dat de Duitse centrale bank, onder druk van de andere EMS-lidstaten, gedurende de afgelopen periode beperkt is geweest in het voeren van een nationaal anti-inflatiebeleid. De Duitse monetaire autoriteiten wilden misschien uit oogpunt van groot monetair beleid (anti-inflatie), of wisselkoersbeleid (D-mark ten opzichte van de dollar) een verkrappend monetair beleid voeren, maar werden tegengehouden door de EMS-partners, omdat deze landen ter stabilisatie van de wisselkoers met de renteverhoging mee moesten gaan, hoewel dit uit binnenlands economisch oogpunt niet gewenst was. Bij voortdurende van de Duitse dominantie, of consensus over de noodzaak om het monetaire beleid verder te verkrappen (minder waarschijnlijk) zou er aldus een verscherping van het huidige krappe Duitse beleid kunnen volgen, waardoor de Europese geldmarktrente aanvankelijk hoger uit komt dan indien het huidige Duitse beleid in heel Europa wordt overgenomen. Op de lange termijn echter zal, wanneer het anti-inflatoire beleid zijn vruchten af zal werpen, een lagere geldmarktrente kunnen resulteren.

Concluderend lijkt voortzetting van het huidige Duitse monetaire beleid en handhaving van de huidige Duitse geldmarktrente het meest waarschijnlijke na de realisatie van een EMU op korte termijn. De consequenties voor de Nederlandse korte rente lijken dan ook zeer beperkt.

De wisselkoersstabiliteit van de Europese munt ten opzichte van de dollar en de yen kan mogelijkwijs na realisatie van de EMU een grote rol gaan spelen, mits de Verenigde Staten en Japan stabiele monetaire verhoudingen kennen. Daarbij zou een terugkeer naar een vorm van het naoorlogse systeem van vaste, doch aanpasbare koersen tussen de economische blokken kunnen worden ingeluid.

Gevolgen voor rentestabiliteit en -structuur

Tijdens de eerste fase van de EMU zullen er fluctuaties van de rentetarieven op de verschillende nationale geldmarkten blijven bestaan, maar de absolute niveaus van de veranderingen van de nationale korte rentetarieven zullen verminderen. Tijdens de tweede en derde fase zal de verwachte voortzetting van het (Duitse) anti-inflatoire beleid ervoor zorgen, dat de Europese geldmarktrente op een relatief hoog niveau stabiliseert. Doordat de ECB geloofwaardigheid zal moeten opbouwen, zal het beleid consequent moeten zijn en zal vooraf de inflatiedoelstelling moeten worden geformuleerd. Hierdoor zullen de fluctuaties van de Europese geldmarktrente lager worden.

Internationale vraag- en aanbodverhoudingen worden structureel belangrijker voor de absolute hoogte van de kapitaalmarktrente. Doordat de financiële wereld dan uit drie, nagenoeg gelijkwaardige financiële markten bestaat (de VS, Europa en Japan), lijken de valuta's van deze landen (Europa is dan monetair gezien één land) qua betekenis eveneens gelijkwaardig te worden. Zodra de ECB een goede reputatie heeft verworven met inflatiebestrijding, zullen de financiële markten hun inflatieverwachtingen voor Europa naar beneden bijstellen, waardoor de kapitaalmarktrente uit dien hoofde structureel kan dalen. Een afvlakking van de yield-curve lijkt dan ook het gevolg te zijn. Hiermee neemt zeker in het begin de kans toe op het vaker optreden van (korte) periodes met een omgekeerde rentestructuur.

Thijs Berenst
Erik Vos