



## Rentegevoeligheid in de EMU

**Auteur(s):**

Boonstra, W.W.

*Hoofd Internationaal Onderzoek bij de Stafgroep Economisch Onderzoek van Rabobank Nederland. Gebaseerd op W.W. Boonstra, Budgettaire convergentie in de EMU, Themabericht, 1999/05, Rabobank Nederland, februari 1999.***Verschenen in:**

ESB, 84e jaargang, nr. 4194, pagina 197, 12 maart 1999

**Rubriek:**

Monitor

**Trefwoord(en):**

eu, emu

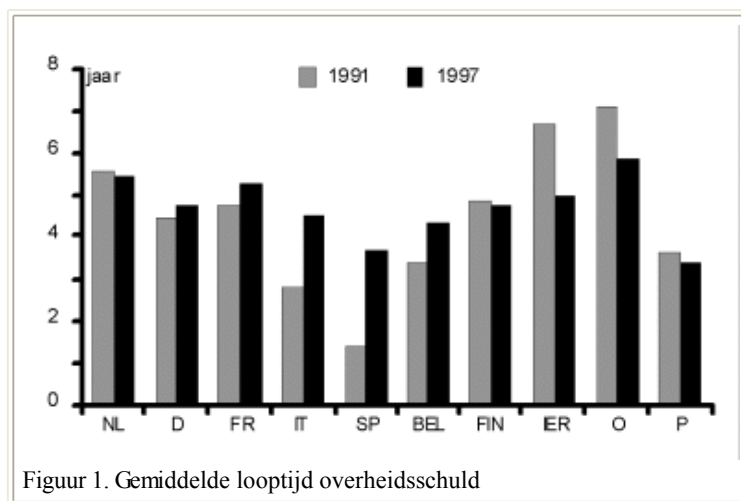
*Hoe korter de looptijd van schuld, hoe gevoeliger de overheidsbegroting is voor schommelingen in de rente. Binnen de EMU hebben Zuid-Europese landen hier nog steeds last van.*

Toen in 1991 het Verdrag van Maastricht werd uitonderhandeld, vertoonden de overheidsfinanciën in Europa een sterk uiteenlopend beeld. Vrijwel alle EU-lidstaten hadden een tekort op de overheidsbegroting, variërend van 10% van het bbp in Italië tot 2% in Frankrijk. Ook de hoogte van de bruto staatsschuld liep sterk uiteen. Nu is de situatie sterk verbeterd. Voor een deel kan dat worden toegeschreven aan een afgenomen rentelast als gevolg van de forse daling van de rente op de geld- en kapitaalmarkt van de afgelopen jaren. Belangrijker was echter de verbetering van het primaire saldo van de overheidsbegroting (tekort exclusief netto rentelast). Alleen in Ierland en Portugal speelde de gedaalde rentelast een grotere rol dan de toename van dit primaire surplus.

Hoe komt het nu, dat een daling van de rente in sommige landen een veel groter effect heeft op het overheidstekort dan in andere landen? Natuurlijk is de omvang van de overheidsschuld van belang: hoe groter de schuld, hoe hoger de rentelasten. Maar ook de looptijd van de schuld telt. Naarmate de overheidsschuld een kortere looptijd heeft, zal een stijging of daling van de rente veel sneller invloed hebben op de lopende uitgaven.

### Convergentie looptijden

In de loop van de jaren negentig hebben de landen, die in 1991 nog een zeer korte gemiddelde looptijd van hun overheidsschuld kenden, deze aanmerkelijk weten te verlengen (zie [figuur 1](#)). In 1991 liep de schuldstructuur van land tot land nog sterk uiteen. Aan de ene kant van het spectrum bevonden zich landen met een tamelijk lange gemiddelde looptijd, zoals Nederland, Oostenrijk en, enigszins verrassend, Ierland. Aan de andere kant van het spectrum bevonden zich landen als België, Italië en vooral Spanje. In deze landen was sprake van een korte looptijd.



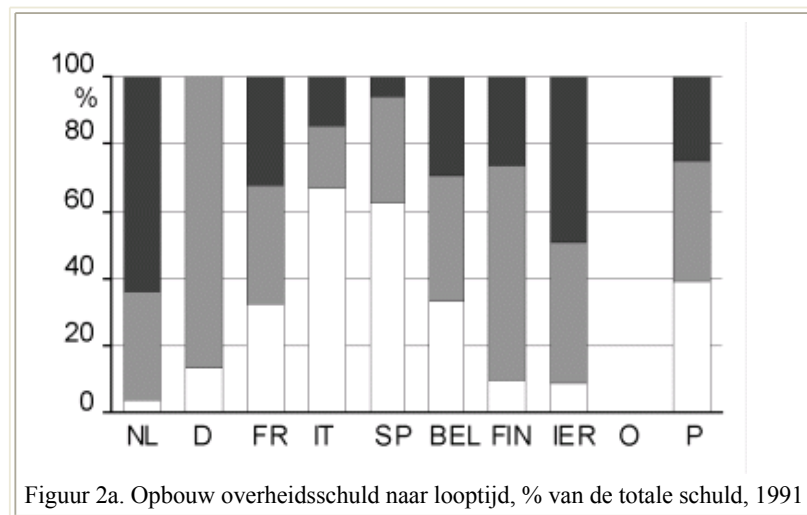
Figuur 1. Gemiddelde looptijd overheidsschuld

In het algemeen kan worden gesteld, dat een hoog aandeel kortlopende schuld veelal een erfenis is van een verleden met hoge inflatie. In een inflatoir klimaat loopt de bezitter van een vastrentende schuldtitlet immers een grote kans op koersverlies; reden waarom hij een hoge inflatiepremie zal eisen. Dit maakt langlopende financiering duur; de neiging zal dus bestaan om korte schuldtitlets uit te geven. In traditioneel lage-inflatielanden speelt dit effect uiteraard veel minder.

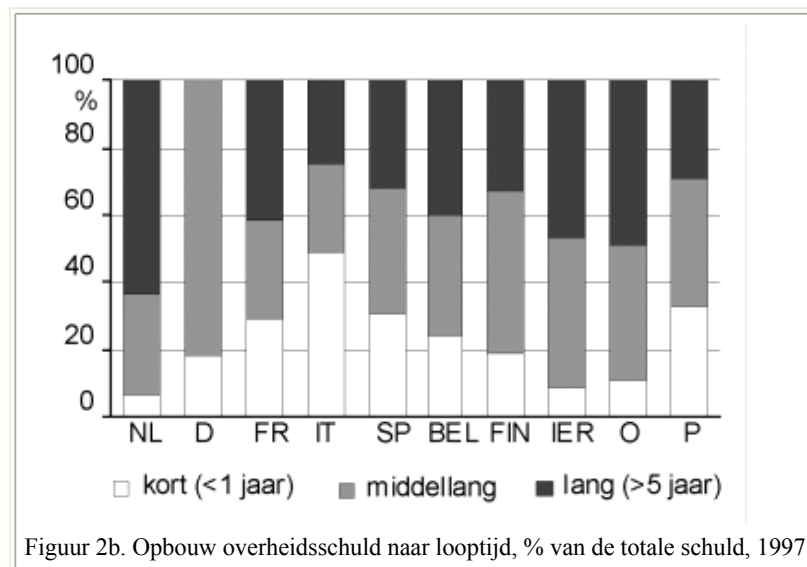
Een korte looptijd van de overheidsschuld maakt de overheidsbegroting zeer gevoelig voor bewegingen in de korte rente. Ook leidt een korte looptijd tot grote budgettaire onzekerheid vanwege de omvangrijke jaarlijkse herfinancieringsoperaties.

Grote verschillen in gemiddelde looptijd vormen een obstakel voor een gemeenschappelijk monetair beleid. De overheidsfinanciën in de diverse landen zullen hierdoor immers verschillend reageren op rentebewegingen. Daarnaast leiden sterk rentegevoelige overheidsbegrotingen er vaak toe, dat de politiek zich geroepen voelt om zich met het monetaire beleid te gaan bemoeien. Daarmee komt uiteraard de zelfstandigheid van de centrale bank al snel ter discussie te staan. Het is geen toeval, dat landen die al jaren lang een traditie hebben van een centrale bank die onafhankelijk is van de politiek, een weinig rentegevoelige overheidsbegroting hebben.

De landen met een kortlopende overheidsschuld zijn er echter in geslaagd een forse verlenging van de gemiddelde looptijd te bewerkstelligen. Doordat tevens in enkele landen met een bovengemiddelde looptijd enige verkorting optrad, is hier een behoorlijke convergentie bereikt. De opgetreden convergentie maskeert echter, dat er nog steeds aanmerkelijke verschillen in schuldstructuur bestaan. Zo hebben sommige landen, zoals bijvoorbeeld Italië, weliswaar de gemiddelde looptijd van hun overheidsschuld aanmerkelijk opgeschoefd door middel van het emitteren van zeer langlopende leningen, maar zij maken gelijktijdig ook nog grootscheeps gebruik van kortlopende financiering (figuur 2a en figuur 2b). Wel valt in het algemeen te constateren, dat het aandeel korte schuld aanmerkelijk is gedaald. Duitsland vormt hier de belangrijkste uitzondering, al ligt het aandeel van de korte schuld in dit land nog steeds beneden het gemiddelde.



Figuur 2a. Opbouw overheidsschuld naar looptijd, % van de totale schuld, 1991

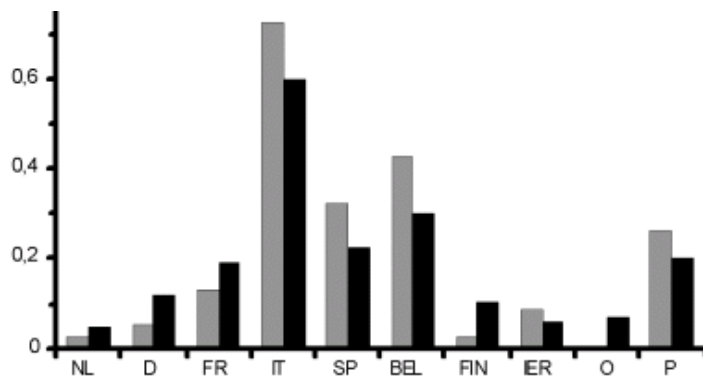


Figuur 2b. Opbouw overheidsschuld naar looptijd, % van de totale schuld, 1997

### Rentegeroeligheid

De convergentie in looptijdstructuur heeft er toe geleid, dat de verschillen in rentegeroeligheid van de overheidsfinanciën sterk zijn afgenomen. Van de grote landen heeft Duitsland van oudsher de, althans op korte termijn, minst rentegeroelige begroting. Ondanks de sedert 1991 opgetreden stijging van de overheidsschuld en het feit, dat deze in Frankrijk een hogere gemiddelde looptijd heeft, reageren de Duitse overheidsfinanciën toch minder op bewegingen in de rente. Dit wordt veroorzaakt door het feit, dat de Duitsers een geringer aandeel kortlopende schuld hebben. De Nederlandse overheidsfinanciën zijn op hun beurt nog weer minder rentegeroelig, ondanks het feit dat de gemiddelde looptijd van de schuld sinds een aantal jaren geleidelijk daalt.

Uiteindelijk is de korte termijn rentegeroeligheid van de overheidsbegroting van een land afhankelijk van een drietal factoren: de omvang van de bestaande overheidsschuld, het aandeel van de kortlopende schuld hierin en de omvang van het overheidstekort. In figuur 3 zijn de gevolgen van een beweging van de financieringskosten met 1%-punt voor de overheidsbegroting doorgerekend (op basis van de eerste twee factoren). Het blijkt, dat de begrotingen van Nederland, Oostenrijk en Ierland veruit het minst te lijden hebben van een rentestijging, terwijl de effecten in Italië, ondanks de opgetreden verbeteringen, nog altijd het hardst aantikken. Ook Duitsland, Finland en Ierland kennen een overheidsbegroting die verhoudingsgewijs weinig rentegeroelig is.



Figuur 3. Gevolgen van verandering van de financieringskosten van 1%, 1991 en 1997

## Conclusie

Niet alleen is de in de loop van de jaren negentig binnen het EMU-gebied bereikte budgettaire convergentie tamelijk indrukwekkend, ook is sprake van een aanmerkelijke convergentie in de looptijdstructuur van de overheidsschuld. Hierdoor zijn de verschillen in de rentegevoeligheid van de overheidsfinanciën in de loop der tijd afgenomen.

Ondanks de opgetreden convergentie qua looptijd loopt de rentegevoeligheid van de overheidsfinanciën in absolute zin van land tot land nog steeds sterk uiteen. Zo leidt een stijging van de financieringskosten met 1%-punt in Italië binnen een jaar tot extra uitgaven aan rente met circa 0,6% van het bbp, terwijl aan de andere kant van het spectrum in landen als Nederland en Ierland dit hooguit tot 0,05% van het bbp aan extra rente-uitgaven leidt. Uiteraard betreft het hier een statische analyse, waarbij uitsluitend wordt gekeken naar de gevolgen van de rentestijging voor de kosten van herfinanciering van de binnen een jaar vervallende staatsschuld. Er wordt dus afgezien van de indirecte effecten die een rentestijging heeft op de ontwikkeling van de overheidsfinanciën. Zou een hogere rente bijvoorbeeld leiden tot een lagere economische groei, dan vallen natuurlijk de overheidsinkomsten lager en de -uitgaven hoger uit.

Al met al kan worden gesteld, dat het gemeenschappelijke monetaire beleid en de daaruit voortvloeiende bewegingen van de rente van land tot land verschillend zullen uitwerken op de overheidsfinanciën. De budgettaire convergentie is echter al dusdanig ver gevorderd en de absolute gevolgen van rentebewegingen voor de overheidsbegroting zijn dermate beperkt, dat niet hoeft te worden gevreesd, dat het monetaire beleid de verdere budgettaire convergentie zal frustreren. Eerst als een zeer forse rentebeweging optreedt, mag worden verwacht dat landen als Italië en later wellicht ook België en Frankrijk ten gevolge van stijgende rentelasten in conflict zullen komen met de grenzen, die door het Stabiliteits- en Groeipact worden gesteld aan het overheidstekort. Een dergelijke rentebeweging wordt in het huidige non-inflatoire klimaat echter niet voorzien. Op langere termijn mag worden verwacht, dat voortschrijdende financiële integratie en een convergentie van inflatieverwachtingen binnen de EMU tot een verdere convergentie van de looptijdstructuur van de overheidsschuld zullen leiden.