



Engelse rente: going Dutch?

Auteur(s):

Vries, D.N., de

De auteur is werkzaam bij de afdeling Financial Markets Research van Rabobank International.

Verschenen in:

ESB, 85e jaargang, nr. 4271, pagina 720, 15 september 2000

Rubriek:

Monitor

Trefwoord(en):

financiële, markten

De verhouding tussen de korte en de lange rente in Engeland was tot nog toe omgekeerd aan die in Nederland. Er zijn echter aanwijzingen dat de rentecurves convergeren.

In het Verenigd Koninkrijk ligt de korte rente boven de lange rente. De rentecurve is er dus sterk invers, terwijl de Nederlandse curve normaal stijgend verloopt. Hoe wordt dit verschil verklaard en wat is de verwachte ontwikkeling? Dit artikel gaat op die vragen in. Eerst kijken we daartoe naar de korte kant van de rentecurve, die hoofdzakelijk wordt beïnvloed door verwachtingen omtrent monetair beleid. Dan kijken we naar de lange kant van de curve. Die wordt beïnvloed door inflatieverwachtingen, overheidsfinanciën, veilingopbrengsten van mobiele telefoniefrequenties, de wisselkoers en de aanstaande herziening van de Engelse pensioenwetgeving.

Korte rente verschillen

Engeland

De centrale bank van Engeland heeft sinds september 1999 haar officiële rentetarief in vier gelijke stappen verhoogd van vijf tot zes procent om inflatierisico's, voortkomend uit de krapte op de arbeidsmarkt en sterke binnenlandse vraag, de kop in te drukken. Het werkloosheidspercentage ligt met 3,7 procent op het laagste niveau in 26 jaar en de particuliere consumptiegroei lag eind 1999 op het hoogste niveau sinds 1989.

Echter, sinds de renteverhoging van 10 februari heeft de centrale bank de kat uit de boom gekeken. Ondertussen hebben de belangrijkste argumenten voor een hoger officieel tarief flink aan kracht ingeboet. De economische groei wordt met name gedreven door een sterke consumentensector, maar de cijfers over het eerste kwartaal gaven aan dat de kracht ervan begint te af te nemen. De groei van de consumentenbestedingen is gedaald van 1,1 procent (vierde kwartaal) tot 0,6 procent. Dat bevestigt het beeld van de daling van het consumentenvertrouwen naar het laagste niveau sinds februari 1999. De daling van het zesmaands voortschrijdend gemiddelde impliceert zelfs een trendbreuk. Die is ook waar te nemen bij de daling van de groei van de detailhandelsverkoop (van 6,3 procent in januari tot vier procent in mei jaar-op-jaar). Verder is het bemoedigend dat de huizenprijsstijging en de groei van de geldhoeveelheid, die eerder expliciete redenen waren om de rente te verhogen, zich eindelijk uit de gevarenzone bewegen. *Nederland*

De ECB heeft een scherpere verkrapping achter de rug dan de centrale bank van Engeland (tweehonderd tegenover honderd basispunten). Er zal nog een kleine rentestap moeten worden genomen om externe prijsdruk af te wenden. Illustratief voor die inflatie is de stijging van de Duitse importprijzen met 10,9 procent jaar-op-jaar in de maand juli. De importinflatie is het resultaat van de depreciatie van de euro en de stijging van de olieprijs. Deze bedroegen sinds de introductie van de euro, begin 1999, respectievelijk 25 procent (versus de dollar) en 240 procent.

De driemaands Euribor rente (de geldmarktrente die banken elkaar in rekening brengen) ligt momenteel met 4,85 procent dichtbij de impliciete rente van de Taylor-regel (december 2000:

5,3 procent), waardoor een beperkte additionele renteverhoging voldoet om een 'neutraal' renteniveau te bereiken. De Taylor-regel berekent het renteniveau waarbij de economie gestimuleerd noch afgeremd wordt aan de hand van de benutting van de productiecapaciteit en de mate waarin de inflatie afwijkt van de inflatiedoelstelling van de centrale bank. Over interne prijsdruk maakt de ECB zich in het maandbericht van augustus geen zorgen omdat de loonkostenstijging per werknemer (2,5 procent) redelijk gelijke tred houdt met de groei van de arbeidsproductiviteit (2 procent).

Afnemend verschil

Al met al kan de korte rente in Engeland dalen terwijl de ECB de rente zal verhogen, waardoor de korte kant van de rentecurve oploopt. Het gevolg van de ontwikkelingen op beide rentecurves is een afnemend verschil in de korte rente.

Lange rentevershillen

Inflatieverwachtingen

Sinds de centrale bank van Engeland zeven jaar geleden een expliciete inflatiedoelstelling formuleerde, heeft Engeland de langste periode van lage inflatie gehad sinds de jaren zestig (gemiddelde 1958-1968: 2,9 procent). Van 1968-1992 was het gemiddelde inflatiepercentage 9,2 procent, terwijl vanaf 1992 een gemiddelde van 2,6 procent werd gehaald.

Het huidige niveau van de detailhandelsprijsindex exclusief hypotheekrentebetalingen, ligt op 2,2 procent (juli) en kan nog iets stijgen tot de doelstelling van de centrale bank (2,5 procent). Die ruimte kan onvoldoende blijken als de depreciatie van het pond doorzet, welke leidt tot importinflatie. Deze depreciatie is een correctie op de huidige overwaardering (zie kopje 'correctie van het pond'). Echter, nu de conjunctuur in Engeland lijkt af te zwakken, vormt de daarmee samengaande afnemende interne prijsdruk een buffer voor de toenemende externe prijsdruk door de depreciatie van het pond. De inflatie kan daardoor waarschijnlijk laag blijven zodat ook de lange rente gematigd blijft.

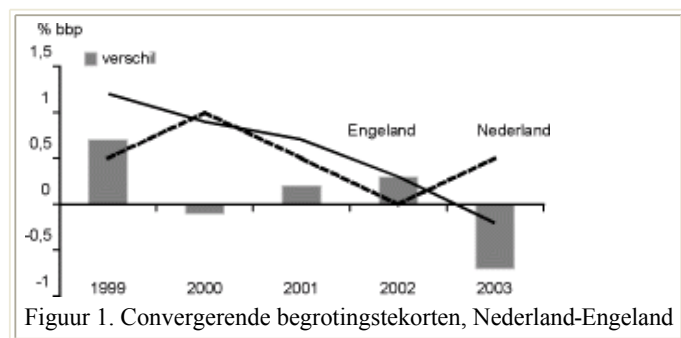
Minder gunstig beeld voor Nederland

Aangezien het monetaire beleid in handen is van de ecb zijn niet de Nederlandse, maar de Eurolandse inflatieverwachtingen van belang voor de Nederlandse rentecurve. In Euroland ligt de inflatie al boven de maximumdoelstelling van de ECB en deze zal naar verwachting de rest van het jaar boven de twee-procent doelstelling blijven. Dit ondermeer als gevolg van de vertraagde doorwerking van de depreciatie van de euro in het recente verleden.

De inflatieverwachtingen voor Euroland zijn minder rooskleurig dan die voor Engeland. Ook het huidige inflatieverschil is groot als we naar de geharmoniseerde prijsindex kijken. Terwijl Euroland in juli een inflatie van 2,4 procent noteerde, liet het Verenigd Koninkrijk slechts 1,0 procent inflatie zien. Hogere inflatieverwachtingen worden verdisconteerd in een hogere vergoeding op vastrentend papier, ofwel een hogere lange rente in Euroland.

Begrotingsbeleid

Met de presentatie op 21 maart van misschien wel de laatste rijksbegroting voor de parlementsverkiezingen, is een einde gekomen aan een periode van budgettaire verkrapping in het Verenigd Koninkrijk. Dat kan worden afgeleid uit de (voor conjuncturele schommelingen gecorrigeerde) netto financieringsbehoefte van de publieke sector. Die neemt namelijk toe van -0,5 procent van het bbp in 2000 tot +1,1 procent in 2003. Dat beeld wordt bevestigd door de verwachte begrotingsbalans volgens de criteria van het verdrag van Maastricht (zie [figuur 1](#)). We zien dat het (niet cyclisch georrigeerde) begrotingsoverschot van het Verenigd Koninkrijk afneemt, terwijl in Euroland het tekort afneemt. Dat betekent dat het begrotingsbeleid aan deze zijde van het Kanaal verkrapt, terwijl het aan gene zijde van het Kanaal verruimt. Een ruimer fiscaal beleid betekent doorgaans een groter beroep op de kapitaalmarkt van de overheid en dientengevolge hogere kapitaalmarktrentes.



Veilingopbrengsten mobiele telefonie

De Engelse overheid is als eerste in Europa begonnen met de veiling van mobiele telefonie frequenties van de zogenoemde derde generatie (netwerken waarmee snel dataverkeer mogelijk is). De helft van de fenomenale opbrengst van 37,5 miljard euro stroomt dit jaar de Engelse schatkist binnen (de rest verspreid over de jaren 2001 tot 2005). De meest prudente besteding van die gelden is het aflossen van de staatsschuld, waardoor de overheid de rentebetalingen over die schuld bespaart. Echter, het probleem is dat institutionele beleggers, deels door toedoen van de overheid, al een tekort hebben aan Engelse langlopende staatsobligaties (zie het kopje 'pensioenwetgeving'). De overheid is zich bewust van dit tekort en heeft daarom de eerder geplande uitgave van twintig miljard euro voor de rest van dit fiscale jaar slechts met 3,7 miljard euro verlaagd.

In Nederland wordt de, overigens teleurstellende, opbrengst van de veiling volledig gebruikt voor de terugkoop van staatsobligaties. De totale opbrengst van 2,7 miljard euro is een groter deel van de uitstaande Nederlandse schuld dan de 3,7 miljard euro dat is van de Engelse schuld. Daardoor heeft de 2,7 miljard mogelijk een groter drukkend effect op de lange rente dan de hogere veilingopbrengst in Engeland. Nog belangrijker echter is het neerwaartse effect van de Duitse veiling op de Nederlandse rente. Duitse overheidsleningen vormen namelijk een 'benchmark' voor de gehele Eurolandse obligatiemarkt. Wanneer door binnenlandse ontwikkelingen (zoals de veiling) de Duitse obligaties in koers stijgen, zullen andere Eurolandse obligaties eveneens stijgen en daalt de rente.

Correctie van het pond

Centrale bankpresident George zei op 23 mei dat het pond "scherp zou kunnen dalen" tegenover de euro. Op dat moment noteerde het pond al 8,8 procent hoger dan het laagste punt ooit tegenover de euro, dat dateerde van 4 mei. George bedoelde dat hij graag een correctie van het overgewaardeerde pond zou willen zien. De reden daarvoor is dat het sterke pond een dichotomie schept tussen de binnenlandse en buitenlandse sectoren van de economie. De particuliere consumptie groeit sterk door lage prijzen van importproducten

als gevolg van het sterke pond. Sinds 1997 ligt de gemiddelde groei van de particuliere consumptie boven de vier procent. Exporteurs, grotendeels in de industriële sector, ondervinden hinder van het sterke pond en zien hun winstmarges wegsmelten. Bovendien leidt een sterke overwaardering uiteindelijk altijd tot een correctie, met alle macro-economische gevolgen van dien. George had al eerder gezegd dat hij kapitaal naar Groot-Brittannië zag stromen zonder daarvoor een macro-economische onderbouwing te vinden. De overwaardering van het pond tegenover de euro, of de onderwaardering van de euro tegenover het pond, wordt duidelijk als we kijken naar de wisselkoersen van het pond met de euro, de dollar en de handelsgewogen index. Het pond sterling bleef relatief stabiel tegenover de dollar van 1997-1999 terwijl de eurodepreciatie sinds 1997 de handelsgewogen index omhoog duwt. We verwachten dat de correctie van het pond zal doorzetten, op basis van convergentie van economische groei tussen Euroland en het Verenigd Koninkrijk. Als de markt rekening gaat houden met een depreciatie van het pond zullen beleggers minder geneigd zijn om in Britse obligaties te beleggen. Hierdoor zal de obligatiekoers dalen.

Herziening van pensioenwetgeving

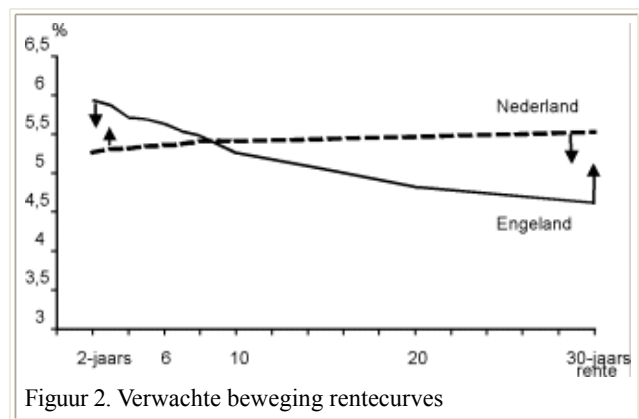
Gedurende 1996 en het eerste kwartaal van 1997 lag de Engelse rente op dertigjarige staatsobligaties gemiddeld 120 basispunten boven die in Nederland. Momenteel ligt de Engelse rente echter negentig basispunten lager dan de Nederlandse. De omkering van het verschil (van sterk positief naar sterk negatief), was grotendeels toe te schrijven aan de invoering van nieuwe wetgeving die pensioenfondsbeheerders ertoe aanzette een groot deel van hun beleggingen te plaatsen in langlopend staatspapier.

Dit minimum financieringsvereiste is een onderdeel van de pensioenwetgeving die in april 1997 in werking trad. Door eisen te stellen aan de samenstelling van de beleggingsportefeuille trachtte men met deze wetgeving verwatering van de waarde van pensioenen tegen te gaan. Zo ontstond enorme extra vraag naar langlopende Engelse staatsobligaties. Op dit moment wordt een herziening van het minimum financieringsvereiste overwogen, waarin de plicht tot het aanhouden van staatsobligaties op zijn minst versoepeld zal worden. Dit zal ons inziens leiden tot een flinke stijging van de lange kapitaalmarktrente in Groot-Brittannië. Pensioenraadvoorzitter Pomery, auteur van het evaluatierapport over de minimum financieringsvereiste, heeft gezegd dat "het goed zou zijn als alle honderden miljarden ponden uit investeringsfondsen de economie een dienst kunnen bewijzen door geïnvesteerd te worden in aandelen en niet in (Britse) staatsobligaties." Zelfs de parlementscommissie van Financiën heeft zich uitgesproken voor een zo snel mogelijke invoering van de hervormingen. Ondanks het feit dat invoering van de wetgeving tot eind 2001 op zich kan laten wachten, denken we dat de spoedige bekendmaking ervan zal leiden tot directe verkoopdruk op langlopende Britse staatsobligaties. Ook hierdoor ontstaat een druk op de koers en kan de rente stijgen.

Conclusie

De centrale bank van Engeland hoeft het monetaire beleid niet verder te verkrappen. Als dat besef in de markt aan kracht wint, zal de kortlopende kapitaalmarktrente dalen. Gezien onze verwachting van een verdere monetaire verkrapping door de ECB, kan het verschil tussen de rente op tweejaars Nederlands en Brits staatspapier kleiner worden.

Ondanks de relatief milde inflatievooruitzichten verwachten we dat de lange Britse rente zal stijgen. Allereerst door de begrotingspositie die, in tegenstelling tot de Nederlandse begrotingspositie, verslechtert. Ten tweede door de verwachting dat de veilingopbrengsten van mobiele telefoniefrequenties in Nederland volledig (en in Duitsland grotendeels) gebruikt worden voor terugkoop van langlopend staatspapier, terwijl dat in Engeland maar beperkt gebeurt. Hierdoor kan de Nederlandse rente onder zwaardere neerwaartse druk komen dan de Engelse. Ten derde door de verwachting dat de correctie van het Britse pond, die voortvloeit uit de huidige overwaardering, zal voortduren. Ten slotte, maar niet in de laatste plaats, zal de herziening van de pensioenwetgeving de rigiditeit in de vraag naar langlopend Brits staatspapier wegnemen. Hierdoor kan het verschil in de dertigjaars staatsrente afnemen van negentig basispunten nu, tot tien basispunten over zes tot twaalf maanden (zie [figuur 2](#)).



We concluderen dat de korte rentes enigszins kunnen convergeren door hogere Nederlandse en (iets) lagere Britse rentes. Lange rentes kunnen sterk convergeren door lagere Nederlandse en hogere Britse rentes. De rentecurve in het Verenigd Koninkrijk kan dus steeds meer op die van Nederland gaan lijken. Daarmee wordt in Engeland een anomalie opgelost en ontstaat een rentecurve die meer aansluit bij het huidige economische beeld.