



Parlement en Wetenschap

RENTEBELEID ECB

Deze factsheet is tot stand gekomen in het kader van de samenwerking tussen de Tweede Kamer, de KNAW, NWO, VSNU en de Jonge Akademie.

maart 2019

Auteur: Prof. Dr Casper G. de Vries

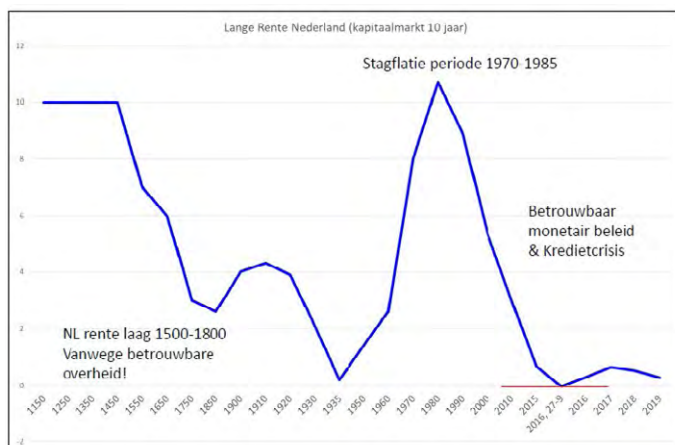
Notitie in het kader van het samenwerkingsproject Parlement & Wetenschap op verzoek van de Vaste Tweede Kamercommissie voor Financiën ter voorbereiding op een werkbezoek van de Kamercommissie aan de ECB op 25 maart.

Vraagstelling

Wat zijn de gevolgen van het rentebeleid van de ECB en de mogelijke effecten van het afbouwen van de kwantitatieve verruiming voor de Nederlandse economie en die van de eurolanden en hun begrotingen?

Lage Rente

De rentes zijn historisch gezien nog altijd heel laag, zie de grafiek met de geschiedenis van de Nederlandse lange rente. Veel korte rentes zijn zelfs negatief, onder andere kost het banken rente om geld te stallen bij de ECB (0,04% op jaarbasis).



Kwantitatieve Verruiming

Een belangrijk beleidsinstrument van de ECB is kwantitatieve verruiming. Dit beleid is erop gericht om de Europese economie te stimuleren met extra financiële ruimte en een lage rente. Van 2015 tot 2018 heeft de ECB hiertoe op grote schaal staatsobligaties opgekocht. Hoewel nieuwe aankopen zijn gestopt, wordt deze omvangrijke portefeuille wel in stand gehouden. De ECB heeft daarnaast onlangs besloten om haar programma voor langer lopende leningen aan banken (TLTRO) weer nieuw leven in te blazen. Dit doet de ECB uit preventief oogpunt, mochten de Duitse, Italiaanse en Chinese economie verder afkoelen. Tevens staan er nog veel slecht inbare leningen op de balans van het de Europese banken. Het gevaar is dan dat als de conjunctuur tegenzit, de banken vanwege het extra risico een hogere rente voor hun financiering moeten betalen en meer rente voor hun kredieten in rekening gaan brengen. Met dit programma kan de ECB er voor zorgen dat de rente dan toch laag blijft.

Rentestanden in de toekomst

Het beleid van de ECB impliceert dat de rentestanden nog wel een tijd lang laag zullen blijven. Dit is wat ook waar de marktkoersen op duiden (swapcurve). Er zijn tevens andere factoren die aan de lage rente bijdragen, waaronder de vergrijzing in OECD landen. De huidige “baby-boom” generatie ziet haar pensioenleeftijd naderen en spaart daarvoor extra hard; dit werkt rentedrukkend (als obligaties worden aangekocht om mee te sparen gaat hun prijs omhoog en de rente en rendement omlaag).

Betekenis voor Nederlandse Pensioenfondsen

De lage rente betekent dat de verplichtingen van pensioenfondsen (de pensioenuitkeringen in de toekomst) die tegen de lage rentes contant worden gemaakt (in euro's van nu worden uitgedrukt), hoog blijven. Bij veel pensioenfondsen staan er tegenover deze verplichtingen onvoldoende bezittingen (beleggingen) en zijn zij binnenkort genooddaakt om de pensioenuitkeringen te korten. Een verlaging van de pensioenen zal waarschijnlijk een enigszins drukkend effect hebben op de macro economische bestedingen en het BBP. Een ander risico van die verlaging is dat het vertrouwen in ons pensioenstelsel wordt aangetast en daarmee de onderhandelingen tussen sociale partners over de hervorming van het pensioenstelsel bemoeilijkt. Voor de economie als geheel zijn andere risico's zoals een handelsoorlog, Brexit en het afkoelen van de Duitse economie een groter probleem.

Houdbaarheid van de Staatsschuld

Stel dat, zoals boven wordt gevraagd, door het afbouwen van de kwantitatieve verruiming de rente toch onverhoeds stijgt. Wat heeft dat dan voor gevolgen voor de rijksbegroting en de staatsschuld? Stel bijvoorbeeld dat de rente een vol procentpunt stijgt.

Een dergelijke rentestijging zou voor de Nederlandse staat geen probleem opleveren. Gegeven een staatsschuld van rond de 50%, betekent dit dat de kosten van de rentestijging, gerekend over de hele staatsschuld, maar met een half procent ten opzichte van het BBP toenemen. Bovendien slaat een rentestijging niet direct neer over de totale staatsschuld, maar alleen voor het deel dat nieuw moet worden gefinancierd; over de tijd heen gaat het wel tellen voor de hele staatsschuld.

Voor de Italiaanse overheid ligt dit anders omdat de Italiaanse staatsschuld groter is. Deze bedraagt ten opzichte van het BBP 132%. Een rentestijging van een procentpunt, impliceert dat de Italiaanse staatsschuld met meer dan een vol procentpunt ten opzichte van het BBP toeneemt. Dit betekent dat als de Italiaanse staatsschuld niet wordt teruggedrongen, deze op de lange termijn niet meer houdbaar is.

Onconventioneel Budgettair Beleid

Voor de begroting van de Nederlandse overheid geeft de lage rente ruimte om in een eventuele recessie stimulerend op te treden. Het effectieve rendement op een 10-jarige lening zit dicht bij de nul. Zodat extra lenen om extra te besteden door de overheid om de vraaguitval in een recessie te compenseren, geen groot probleem vormt. Het zal de staatsschuld alleen tijdelijk vergroten en de rente nauwelijks doen stijgen.

Nu de economie het nog goed doet, kan er ook al gebruik worden gemaakt van de lage rentestanden. Het huidige renteregime biedt bijvoorbeeld een unieke kans voor de overheid om het moeilijke probleem van de doorsnee problematiek op pensioengebied helpen op te lossen; zie kader. De overheid zou de lage rente kunnen gebruiken om de ongeveer 60 miljard die nodig is om de doorsnee problematiek af te kopen voor te financieren, door dit bedrag op de kapitaalmarkt te lenen. Waarna dit over een zeer lange tijd op de pensioenfondsen kan worden verhaald (worden afbetaald) tegen de huidige lage rente. Een dergelijk onconventionele maatregel zou de staatsschuld nog altijd beneden de 60% houden.

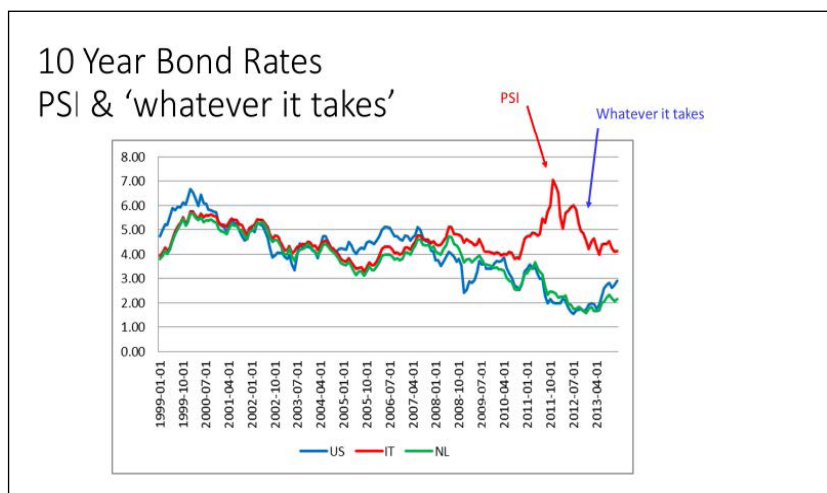
Kader Doorsneeproblematiek

De doorsnee problematiek betreft het feit dat pensioenfondsen uitgaan van een levenslange deelname en iedere deelnemer dezelfde jaarlijkse opbouw toerekenen. Dit komt neer op een impliciete subsidie van jong naar oud; omdat jongeren langer te sparen hebben tot hun pensioendatum, verdienen zij in feite een hoger cumulatief rendement dan ouderen. Door flexibilisering van de arbeidsmarkt staat dit onder druk. Bijvoorbeeld bij overgang naar de zelfstandige status op middelbare leeftijd wordt die subsidie bij het ouder worden dan gemist, terwijl er wel betaald is. Dit bemoeilijkt de overgang naar individuele pensioenrekeningen.

Effectiviteit van de Kwantitatieve Verruiming

De effectiviteit van het programma van Kwantitatieve Verruiming is voor de reële economie moeilijk vast te stellen. Dit geldt zowel voor de Amerikaanse, Engelse en euro economieën. Dit blijkt onder meer uit een recente CPB publicatie (Elbourne en Ji, 2019). Als er al een effect is geweest, is dit waarschijnlijk via de wisselkoers gelopen (bijvoorbeeld omdat de aankoop van Duitse obligaties in het bezit van de Chinese centrale bank de euro wisselkoers drukt). Het effect is dan dat de export gestimuleerd wordt. Echter, de daling van de olieprijs met 50% in 2014 was minstens zo belangrijk voor het stimuleren van de economie (zie Marle en De Vries, 2015).

Wel zeer effectief was de uitspraak van Draghi in 2012 ten tijde van de twijfel over het voortbestaan van de euro, dat de ECB er alles zou doen om dit tij te keren. Door twijfel aan de houdbaarheid van de euro en de geloofwaardigheid van obligatie leningen van Italiaanse overheid, liep het renteververschil tussen Italië en Duitsland in 2011 sterk op. Zie de bijgevoegde figuur. Het renteververschil liep op nadat Merkel en Sarkozy hadden besloten dat de private beleggers (waaronder veel banken) mee moesten delen in de afwaardering van de Griekse staatsschuld (de zogeheten PSI, “private sector involvement”).



Inflatie in Vermogenstitels

Kwantitatieve verruiming heeft de consumentenprijsinflatie nauwelijks verhoogd. De extra financiële ruimte heeft wel de prijzen van aandelen en huizen stevig doen toenemen. De gedurig lage rente maakt het afsluiten van een hypotheek goedkoop en doet bij de schaarste aan nieuwbouw de huizenprijzen in Nederland sterk toenemen. De private schulden zijn in Nederland sinds de kredietcrisis niet afgenomen. Het recente rapport van de WRR (2019) wijst op het gevaar van die toenemende private schulden in Nederland. Tegen deze achtergrond is de enge focus op consumentenprijsinflatie (de HICP maatstaf) door de ECB een te beperkt perspectief. De ECB zou meer aandacht voor inflatie in vermo-

genstittels moeten hebben, omdat een te grote stijging van huizen- en aandelenprijzen het risico van nieuwe windhandel met zich mee brengt. Een hoge schuldratio impliceert dat in een recessie veel schulden niet kunnen worden voldaan, waardoor de recessie onnodig diep wordt.

De standaard receptuur is dat budgettair beleid in tijden van lage rente effectiever is dan monetair beleid; de empirie lijkt dat te onderschrijven. Dus eigenlijk zouden de diverse nationale overheden meer verantwoordelijkheid moeten tonen voor verantwoord budgettair beleid in plaats van naar de ECB te kijken. Hier wreekt zich dat er wel centraal monetair beleid is, maar nauwelijks budgettair beleid op euro niveau bestaat.

Vragen aan de ECB

Op basis van het bovenstaande zou de Vaste Tweede Kamercommissie voor Financiën in haar bezoek aan de ECB de volgende punten in discussie kunnen brengen¹:

1. Do you gauge rising asset price inflation as a problem? Is the sole focus on consumer price inflation not misguided? Should the ECB broaden its focus beyond the HCIP and consider policy instruments to contain asset price inflation? What instruments might be available?
- 1 Om de discussie met de ECB vergemakkelijken zijn deze punten alvast in het Engels geformuleerd.
2. Within the euro area macroeconomic conditions differ sharply. This poses a problem for monetary policy that cannot cater to the different needs per country. The ECB has chosen to keep interest rates low for the foreseeable future. In a country like The Netherlands this stimulates asset price inflation and carries the danger that financial bubbles are building. There is, however, the possibility to counter this danger by using the new macroprudential policy instruments. We see that little use is made of these novel instruments. Would it not be better to invoke these instruments now, rather than acting too late again?
3. Given that the low interest environment and the lacklustre growth of the euro-economy has now persisted for about a decade, is the euro-economy heading towards a Japan scenario? What are the differences between the euro and Japanese economies? What can be done to escape from the low growth path?

Literatuur

Elbourne, A. and Ji, K, Do SVARs identify unconventional monetary policy shocks?, CPB Discussion Paper, February 2019

Marle, B. van en Vries, C.G. de, QE geen zichtbaar effect op economisch herstel in Europa, Economisch Statistische Berichten 100, 2015, december, 8-11

Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid, Geld en Schuld, WRR-rapport nr. 100, 2019

Prof. Dr Casper G. de Vries

Witteveen Hoogleraar monetaire economie ESE, Erasmus Universiteit Rotterdam

Raadslid WRR

Maart 2019

¹ Om de discussie met de ECB vergemakkelijken zijn deze punten alvast in het Engels geformuleerd.

