

19 september 2019

Achtergrondnotitie DNB renteklimaat en rentebeleid van de ECB (t.b.v. openbaar gesprek Dhr. Knot met de commissie Financiën van de Tweede Kamer over het monetaire beleid van de ECB op 23 september)

De ECB heeft als primaire doelstelling het handhaven van prijsstabiliteit, zoals vastgelegd in het Verdrag van Maastricht. De ECB streeft daarbij naar een inflatie op de middellange termijn van beneden maar dichtbij de 2%. De invulling van middellange termijn is variabel, en afhankelijk van hoe groot de schok is waardoor de economie wordt geraakt. Als een schok bijvoorbeeld de doorwerking van het monetaire beleid naar de economie verstoort, kan het langer duren voordat de inflatie weer beweegt naar het inflatiestreven.

In het eurogebied is de inflatie de afgelopen jaren achtergebleven bij de doelstelling, ondanks de sterke economische groei tussen 2015 en 2018. Het opwaartse inflatie-effect van de economische groei is overvleugeld door een neerwaartse trend in de inflatie.¹ De neerwaartse inflatiebeweging is al enkele decennia, wereldwijd, gaande (**Figuur**). Deze langjarige trend kan deels worden verklaard door gedaalde inflatieverwachtingen. Maar ook structurele factoren die buiten de directe invloedssfeer van monetair beleid liggen spelen waarschijnlijk een rol, zoals globalisering, verdienstelijking en demografische en technologische ontwikkelingen.² Deze factoren drukken de kerninflatie, de inflatie geschoond voor energieprijzen.

Voor centrale banken is het doorgronden van de inflatiedynamiek een grotere uitdaging dan in het verleden, mede door de complexiteit en interacties tussen de drijvende factoren. Het vraagt om verder onderzoek naar de oorzaken van de dalende inflatietrend. Ook is reflectie nodig op het analytische kader dat door centrale banken wordt gebruikt om te komen tot monetaire-beleidsbesluiten.



Bron: DNB

¹ Bonam, D., G Galati, I. Hindrayanto, M. Hoeberichts, A. Samarina en I. Stanga (2019), Inflation in the euro area since the Global Financial Crisis, DNB Occasional Study.

² Zie onder meer Ha, J., Ivanova, A., Ohnsorge, F., Unsal en D. Filiz (2019). Inflation: Concepts, Evolution, and Correlates. World Bank Policy Research Working Paper No. 8738.

De afgenomen inflatie is een belangrijke verklaring voor de trendmatige daling van de nominale kapitaalmarktrente sinds midden-jaren tachtig (**Figuur**). Daarnaast laat onderzoek zien dat de rentedaling in belangrijke mate is gedreven door reëel-economische trends, met name door een mondiaal toegenomen spaarzin, afgenomen investeringsbereidheid en de gedaalde potentiële economische groei.³

In ontwikkelde landen daalt de bevolkingsgroei en stijgt de leeftijd van de beroepsbevolking. Deze eerste fase van de vergrijzing gaat gepaard met toenemende besparingen, omdat besparingen het hoogst zijn onder werkenden. Daarbij speelt dat in veel landen de levensverwachting sneller is gestegen dan de pensioenleeftijd, waardoor de behoefte aan voorzorgbesparingen is toegenomen. Verder is de hoge spaarbehoefte van opkomende landen, met name in Azië, een factor geweest achter de mondiale rentedaling.

De daling in de bevolkingsgroei heeft ook bijgedragen aan een lagere potentiële economische groei. Naast het aantal arbeidskrachten wordt de potentiële groei gedreven door de productiviteitsgroei. Die is vooral sinds de financiële crisis wereldwijd sterk gedaald en heeft zich nog niet hersteld. Onzeker is of informatietechnologie hier verandering in kan brengen. De bevolkingsgroei en de productiviteitsgroei bepalen beide mede de marginale opbrengst op kapitaal en daarmee de reële rente, dat is de nominale (kapitaalmarkt)rente minus de verwachte inflatie.

De structurele afname van investeringen wordt onder meer toegeschreven aan de gedaalde prijs van investeringsgoederen, minder publieke investeringen en afgenomen investeringsbereid. Door nieuwe technologieën zijn de prijzen van investeringsgoederen gedaald, waardoor minder investeringsuitgaven nodig zijn. Publieke investeringen zijn in veel landen achtergebleven door budgettaire consolidatie en privatiseringen. Daarbij is de vraag naar beleggingen in veilige effecten, zoals Duits en Nederlands staatspapier, toegenomen. Dit heeft risicovrije kapitaalmarktrentes verder gedrukt.

De combinatie van al deze factoren heeft bijgedragen aan een daling van de mondiale natuurlijke rente.⁴ Dat is de reële rente waarbij vraag en aanbod van kapitaal in evenwicht zijn en de economie zich bevindt in een situatie van volledige werkgelegenheid en prijsstabiliteit. Als zodanig is de natuurlijke rente een ijkpunt voor het monetaire beleid op lange termijn. Als alle conjuncturele schokken zijn uitgewerkt en sprake is van prijsstabiliteit dan reflecteert de natuurlijke rente de neutrale uitgangspositie van monetair beleid.

Afhankelijk van de macro-economische vooruitzichten beweegt monetair beleid de korte-termijn beleidsrente boven of onder de natuurlijke rente om de impact van conjunctuurgolven te dempen.

³ Rachel, L. en T.D. Smith (2017), Are Low Real Interest Rates Here to Stay?, *International Journal of Central Banking*, 13(3), 1-42. Gottfries, A en C. Teulings (2015), Can demography explain secular stagnation?, *VoxEU*, 30 januari 2015.

⁴ Jorda, O. en A.M. Taylor (2019), Riders on the storm, Prepared for the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposium "Challenges for Monetary Policy," Jackson Hole, Wyoming, August 22–24, 2019. Bonam, D., P. van Els, J. W. van den End, L. de Haan en I. Hindrayanto (2018), De natuurlijke rente in monetair-financieel perspectief, *DNB Occasional Study* 16-3.

Vanwege de omvang van de schok en omdat er een grens zit aan hoever de beleidsrente kan worden verlaagd, zijn sinds de crisis ook monetaire instrumenten ingezet om actief kapitaalmarktrentes te verlagen. De impact van monetair beleid op kapitaalmarktrentes is daarmee groter dan tijdens conjunctuurgolven in het verleden. In welke mate kapitaalmarktrentes hierdoor lager zijn dan de natuurlijke rente is echter lastig te duiden omdat de natuurlijke rente een theoretisch, niet waarneembaar concept is. Ruim monetaire beleid stimuleert de economie, waardoor het permanente groeiverliezen en daarmee een structureel lagere natuurlijke rente kan voorkomen.

De afgelopen maanden zijn de mondiale economische vooruitzichten minder rooskleurig geworden, zo ook in het eurogebied. Het langdurig aanhouden van onzekerheden (handelsoorlog, Brexit) heeft inmiddels een negatieve impact op het economische sentiment in het eurogebied. De vertraging van de economie heeft tevens zijn weerslag op middellange-termijn inflatievooruitzichten. Hoewel de gerealiseerde inflatie in 2018 rond de 2% was, blijft de onderliggende inflatiedynamiek al geruime(re) tijd gematigd en is in de meest recente ECB-projecties de geraamde inflatie voor de periode 2019-2021 verder neerwaarts bijgesteld.

Eerder dit jaar zijn verschillende maatregelen genomen om ervoor te zorgen dat het monetaire beleid zeer accommoderend blijft. In het voorjaar is bijvoorbeeld een nieuwe serie langlopende kredietoperaties voor banken aangekondigd (TLTRO-III) om de gunstige financieringscondities voor banken in stand te houden om zodoende de groei van de kredietverlening te ondersteunen (exclusief leningen voor woningaankopen).

Tegen de achtergrond van de verder verslechterende inflatievooruitzichten heeft de Governing Council van de ECB op 12 september besloten tot een pakket van maatregelen om het monetaire beleid voor geruime tijd verder te verruimen. Het pakket bestaat uit verschillende onderdelen, waaronder:

- i. Het verder verlagen van de beleidsrente, dat wil zeggen de rente op de depositofaciliteit, met 0,1% tot -0,5%.
- ii. Het uitspreken van de verwachting dat beleidsrentes op het huidige of een lager niveau blijven totdat de inflatieverwachtingen binnen de ramingshorizon krachtig convergeren naar een niveau dat voldoende dichtbij maar onder 2% ligt.
- iii. Het herstarten van netto-aankopen van het aankoopprogramma (APP) met EUR 20 mrd per maand, startend per 1 november en lopend tot kort voor dat de ECB de beleidsrentes zal verhogen.
- iv. Het versoepelen van de voorwaarden van TLTRO-III door het verlengen van de looptijd van de operaties tot 3 jaar en het verlagen van de beprijzing voor banken die meer uitlenen dan de kredietbenchmark.
- v. Het introduceren van een *two-tier* systeem voor de vergoeding op reserves die banken aanhouden bij de centrale bank (naast de verplichte reserves) om de doorwerking van de transmissie van monetair beleid via het bankleenkanaal te ondersteunen.

De Governing Council heeft tevens gecommuniceerd dat, voor de effectiviteit van de monetaire beleidsmaatregelen en het verminderen van het risico dat monetair beleid wordt overbelast, het van belang is dat ook andere beleidsterreinen, waaronder begrotingsbeleid, overtuigender een bijdrage leveren aan het stimuleren van de groei. De lage rente-omgeving geeft overheden ook ruimte om structurele hervormingen door te voeren. Daarbij zijn vooral maatregelen die het groeipotentieel van het eurogebied op langere termijn versterken welkom. Die kunnen bijdragen aan een stijging van de natuurlijke rente.

Gegeven de geschetste lange termijn trends in de economie en op financiële markten worden centrale banken waaronder de ECB geconfronteerd met aanzienlijke uitdagingen en zal geduld moeten worden betracht bij het sturen van de inflatie naar het middellange termijnstreven (van dichtbij, maar onder, de 2%). Bij de inzet van maatregelen heeft de ECB een hoge mate van beoordelingsvrijheid. Dat is ook nodig om te kunnen reageren op uitzonderlijke omstandigheden. Dat laat onverlet dat per instrument gekeken dient te worden of de inzet passend, dat wil zeggen effectief en proportioneel, is gezien de omstandigheden en potentiële neveneffecten. Zo is een risico van het langdurig ruime monetaire beleid dat het leidt tot ongewenste effecten op financiële en huizenmarkten, zoals verstoorde prijsvorming en overmatig risicozoekend gedrag.