



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.

Auteur: Prof. dr. D.J. (Dirk) Bezemer m.m.v. Joeri Schasfoort

maart 2019

Overzicht ten behoeve van de Vaste Tweede Kamercommissie voor Financiën, ter voorbereiding op een werkbezoek aan de ECB op 25 maart 2019

Vraagstelling

“Wat zijn de gevolgen van het rentebeleid van de ECB, en wat zijn de mogelijke gevolgen van afbouwen daarvan, voor Nederland specifiek en voor de Europese financiële markt en de begrotingen van de lidstaten?”

Context

Doel van het beleid

De ECB stelt zich tot doel de inflatie op de middellange termijn onder, maar dicht bij 2% te houden¹. Met ‘inflatie’ wordt bedoeld de verandering (in procenten) van prijzen van goederen en diensten. De verandering is een gewogen gemiddelde van de prijsveranderingen van een verzameling goederen en diensten die een gemiddelde burger consumeert, een ‘inflatiemandje’ dat periodiek door Eurostat wordt herzien². De ECB richt zich op de kerninflatie, waarbij zeer veranderlijke prijzen (voedsel, alcohol, energie) buiten beschouwing blijven. De kerninflatie is nu ongeveer 1%, te laag dus volgens het ECB-doel.

We kunnen ons afvragen waarom die 2%, waarom de ECB alleen inflatie als doel heeft (en bijvoorbeeld niet inkomensgroei of werkgelegenheid), en waarom sommige zeer belangrijke prijzen (bijvoorbeeld huizenprijzen) niet (of alleen indirect) in het mandje zitten. Dit alles valt buiten het bestek van deze *factsheet*.

Beleidsinstrumenten

De ECB heeft twee reguliere manieren om haar doel te bereiken: communicatie³ en rentebeleid. Daarnaast zijn er ook niet-reguliere middelen die vallen onder het ‘buitengewone’ beleid dat de ECB de afgelopen jaren sinds de crisis voerde, zoals kwantitatieve verruiming (het opkopen van waardepapier). Weer andere niet-reguliere middelen (zoals explicieter sturing op kredietgroei en –verdeling, of ‘helikoptergeld’) zijn vooralsnog niet gebruikt. Deze *factsheet* gaat uitsluitend over de rente. Als de praktijk niet klopt met wat nu volgt, kan dit liggen aan één van de andere dingen die ECB doet, met name kwantitatieve verruiming.

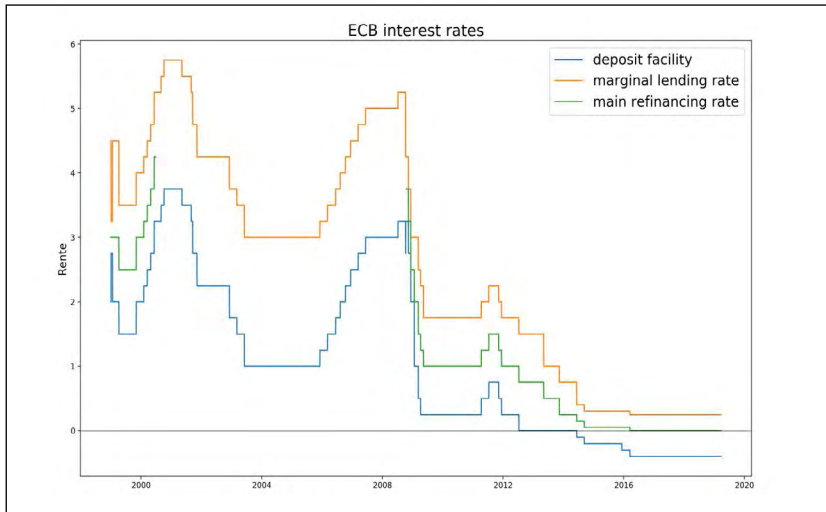
¹ <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/monopol/html/index.nl.html>

² https://www.ecb.europa.eu/stats/macroeconomic_and_sectoral/hicp/html/index.en.html

³ Door duidelijk te communiceren wat haar plannen ten aanzien van de rente zijn, hoopt de ECB verrassingen te voorkomen. Investerders zullen dan te verwachten veranderingen al meenemen in huidige investeringsbeslissingen, zodat als de rente-aanpassing er komt, dit geen grote schokken oplevert in de prijzen. Door transparantie creëert ene centrale bank rust en geleidelijkheid, heel belangrijk voor de stabiliteit op financiële markten.

Rente

De ECB heeft alleen controle over korte rentes. Ze bepaalt de *deposit facility rate* (nu min 0.40%) die banken ontvangen voor geld dat ze bij de ECB op de rekening hebben staan. En de ECB bepaalt ook de *marginal lending facility rate* (nu plus 0.25%). Zo creëert de ECB een corridor waarbinnen de *main refinancing operations rate* (nu 0.0%) ligt waartegen banken kunnen lenen bij de ECB⁴. Zie de grafiek (bron:ECB).



Het idee is dat banken door de negatieve *deposit facility rate* geld toeleggen op een saldo bij de ECB, en dat dus liever uitlenen in plaats van het bij de ECB parkeren. Het idee van de lage *refinancing & lending rates* is dat banken met onvoldoende liquide middelen toch leningen kunnen verstrekken. Andere bedrijven dan banken lenen niet van de ECB (ze hebben er geen rekening, zoals banken die wel hebben), maar de theorie is dat de lage korte rentes voor banken ervoor zorgen dat banken lagere spaarrentes, leenrentes, hypotheekrentes etc. gaan berekenen. Bedrijven zouden daardoor makkelijker investeringen kunnen financieren, waardoor de economische groei aantrekt. De groeiende vraag zou ook de inflatie doen toenemen. Dus: de lage rente moet voor meer inflatie zorgen.

Deze gedachtengang is een theorie die wel wat problemen kent. De rente is slechts één van de vele factoren die investeringsbeslissingen bepalen. Is er te weinig vraag naar producten, of te weinig consumentenvertrouwen, of is het aantrekkelijker om in vastgoed of aandelen te beleggen, dan zal lage rente de inflatie weinig of niet doen toenemen. Lagere rente betekent ook lagere kosten, dus wat dat betreft lagere, niet hogere inflatie. Economen spreken van verschillende 'kanalen' die van renteveranderingen naar inflatieveranderingen leiden. Sommige kunnen verstopt zitten. Zo lijkt het er nu op dat er zoveel geld is, dat bedrijven vaak niet hoeven te lenen om te investeren, en rente dus weinig invloed op investeringsbeslissingen.

Gevolgen van lage rente

Lage kosten

Rentelasten zijn een deel van de kosten voor bedrijven. Die zijn nu laag, waardoor ofwel bedrijven winstgevender zijn dan anders het geval zou zijn, ofwel consumentenprijzen lager zijn (of beide).

⁴ https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html

De wisselkoers

De Wisselkoers is lager, omdat het rendement op euro-investeringen door de lage rente ook lager is. Daardoor is er minder vraag naar euro's door beleggers; dat maakt de euro goedkoper. Dit is voordelig voor exportbedrijven, die (gerekend in andere munten) goedkoper zijn geworden. Het maakt de import duurder, waardoor de inflatie zou toenemen in importafhankelijke landen.

De spaarrente

De spaarrente is ook lager. Slecht nieuws voor wie wil sparen. Dat zet ertoe aan op andere, risicvoller manieren rendement te realiseren. Dat is precies hoe in 2003-2004 toen de rentes in de VS ook zeer laag waren, de subprime hypotheekmarkt op stoom kwam⁶. Aandelenkoersen doen het ook zeer goed vanwege de lage rente. Zie hieronder.

Te veel schuld

Lage rentes maken het makkelijk veel te lenen en toch lage maandlasten te hebben. De groei van schuld is daardoor sneller dan bij hogere rentes. Er wordt al jarenlang gewaarschuwd - door DNB⁵, maar ook door de Bank for International Settlements⁶ and het Internationaal Monetair Fonds⁷ - voor de groei van schulden, die in onze economie buitengewoon hoog zijn. Dit gaat NIET om de overheidsschuld (die is niet hoog), maar om private schulden van huishoudens en bedrijven. Zie hieronder.

Verkeerde investeringsbeslissingen

Door lage rentes zullen allerlei projecten met lage rendementen tóch aantrekkelijk zijn en doorgevoerd worden. De ondernemer die 5% rendement kan maken met een investering en 1% rente betaald, maakt winst. Het huishouden dat een groter huis bij normale rente niet kan betalen maar nu wel, verhuist. Het probleem is dat zulke investeringen beslag leggen op productiefactoren – mensen, land, machines, tijd, huizen - die bij normale rentes naar projecten zouden gaan met hogere rendementen. Door lage rentes verdelen we onze middelen verkeerd. Dit is een sluipend effect van lage rentes, dit we pas in de toekomst echt goed gaan voelen. Daarnaast is er groter risico, want wat als je moet herfinancieren tegen een hogere rente? Zie hieronder.

Te hoge aandelenprijzen

Dit is een bijzonder geval van verkeerde investeringsbeslissingen, Terwijl de economische groei tijdens de laatste tien jaar van lage rentes niet geweldig was, hebben aandelenmarkten het fantastisch gedaan. De AEX verdubbelde ruim en de Dow Jones verdrievoudigde sinds 2009. De economie bij lange na niet, en inkomens van de gemiddelde Nederlander (lonen) al helemaal niet: die stonden vrijwel stil. Door lage rentes kunnen bedrijven ook makkelijk geld lenen om hun eigen aandelen terug te kopen en de aandelenprijzen op te stuwen. Dit is op zeer grote schaal gebeurd, ook in Europa⁸. Aandelenprijzen hebben op die manier weinig meer met bedrijfsprestaties te maken, waardoor de aandelenmarkt haar functie als indicator van goede investeringsmogelijkheden verliest. Lage rentes vergroten ook de ongelijkheid: wie aandelen heeft - en dat zijn toch al de rijkere - profiteerde, de rest niet.

⁵ <https://www.telegraaf.nl/financieel/2651113/dnb-waarschuwt-voor-schuldenkurk>

⁶ <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2018e.htm>, zie ook dit interview: <https://www.bis.org/speeches/sp180814.htm>

⁷ <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2018/04/02/Global-Financial-Stability-Report-April-2018>

⁸ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-08-13/europe-finally-gets-its-share-of-mega-buybacks-as-profits-grow>

zombies

'zombies' – ofwel, bedrijven die eigenlijk failliet zouden moeten gaan omdat ze hun betalingsverplichtingen niet kunnen nakomen uit hun inkomsten, maar die toch in de markt blijven. Ze kunnen vanwege de lage rente makkelijk herfinancieren, en zo aan het geld komen om aan hun verplichtingen te voldoen, ook indien ze te weinig winst maken. Uit een recentie studie⁹ blijkt dat het aantal zombie-bedrijven toeneemt, door de lage rente.

Pensioenrendementen

Dit is een specifiek Nederlands probleem, en het komt vooral door zelfopgelegde regels. Wij kennen geen omslagstelsel waarbij de huidige pensioenen nu betaald worden door werkenden. Wij hebben een kapitaaldekkingstelsel. Pensioenpremies worden geïnvesteerd in de financiële markten om rendement te maken, waaruit pensioenfondsen dan later aan hun verplichtingen kunnen voldoen. Hoe weten pensioenfondsen of ze genoeg rendement gaan maken? De regel is dat ze alleen mogen rekenen met de huidige rente: hoe lager die 'rekenrente', hoe lager ze dus hun toekomstige rendement moeten inschatten, en hoe groter de kans dat ze verwachten te weinig te gaan hebben om aan hun verplichtingen te voldoen. De lage ECB rente betekent een lagere rekenrente. Het gevolg kan zijn dat pensioenfondsen nu de pensioenen korten vanwege die lage rekenrente, terwijl ze toch geld in overvloed hebben - want het vermogen (de pot geld) van pensioenfondsen is het probleem niet: dat is nu zeer hoog, omdat echte rendementen op aandelen dus goed waren. Geef dus niet de ECB de schuld van de pensioenkortingen; hervorm het pensioenstelsel¹⁰.

Gevolgen van afbouwen lage-rentebeleid

Hoge schulden maakt kwetsbaar

Uit een recente DNB studie¹¹ blijkt dat, in vergelijking met de rest van het eurogebied, Nederland bijzonder kwetsbaar is voor verhoging van de rente. Dat komt door de hoge schulden, waardoor de maandlasten ten gevolge van schuld (de *debt service ratio*) sneller stijgt dan in landen met lagere schulden. In Nederland bedraagt de schuld van huishoudens 107 procent van het bbp (58% in het eurogebied) en de schuld van bedrijven 113 % van het bbp (83 % in het eurogebied). De hardste klap zal vallen bij bedrijven, omdat die vaak kortlopende leningen hebben, die dus sneller vernieuwd moeten worden tegen de hogere rente. Daardoor is er minder tijd om uitgaven te verkleinen of inkomsten te vergroten, om aan de hogere renteverplichtingen te voldoen. Huishoudens hebben vooral langlopende hypotheek, en dus meer tijd om calamiteiten te voorkomen. Afbouwen van schulden is erg belangrijk voor de Nederlandse economie¹².

⁹ "The rise of zombie firms: causes and consequences", door Ryan Niladri Banerjee en Boris Hofmann. Zie https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1809g.htm

¹⁰ Een goede uitleg, met verdere vragen en antwoorden, is te vinden in https://www.nrc.nl/nieuws/2016/11/15/pensioenen-worden-steeds-duurder-5227636-a1531996__

¹¹ <https://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archieef/DNBulletin2018/dnb378197.jsp>

¹² Zie deze position paper voor een eerder Tweede-Kamer rondetafelgesprek in oktober 2015. Sindsdien is de schuld verder toegenomen. Zie ook deze position paper en deze presentatie voor weer een Tweede-Kamer rondetafelgesprek in juni 2019.