

12 april 2016

Achtergrondnotitie DNB voor Vaste Kamer Commissie Financiën, 13 april 2016

Wereldwijd zien ontwikkelde economieën zich geconfronteerd met historische lage rentes, zo ook het eurogebied. De lage rente is een reflectie van de macro-economische omstandigheden, waarbij cyclische en structurele factoren een rol spelen. Ten aanzien van de cyclische factoren speelt dat de huidige inflatievooruitzichten aanleiding geven tot een ruim monetair beleid wat tot stand komt via een lage rente. Maar ook wanneer alle cyclische factoren zijn uitgewerkt zal de rente waarschijnlijk structureel lager zijn dan voorheen, gedreven door mondiaal spaar- en investeringsgedrag.

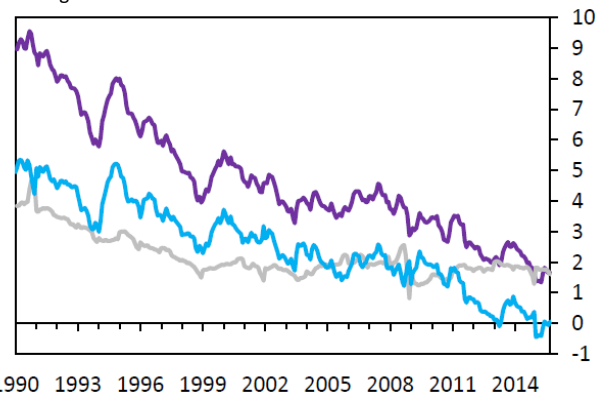
Lage rente is een mondiaal verschijnsel

De daling van de kapitaalmarktrente is een trendmatig en wereldwijd fenomeen. De nominale langjarige rente daalt al enkele decennia (zie grafiek). Voor een deel wordt de nominale rentedaling verklaard uit de gedaalde inflatie(verwachtingen). Maar het leeuwendeel van de daling hangt samen met de gedaalde langjarige reële rente. Die is bepalend voor investeringsbeslissingen en rendementen in de economie. De trendmatige daling van de reële rente weerspiegelt de daling van de evenwichtsrente. 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.

De evenwichtsrente is zelf niet waarneembaar en wordt daarom in de literatuur benaderd met economische modellen. Daarin wordt de evenwichtsrente verklaard uit de trendmatige economische groei en uit ontwikkelingen in besparingen en investeringen. De trendmatige groei hangt samen met de bevolkingsgroei en productiviteitsgroei, ofwel de technologische vooruitgang. Bevolkingsgroei vergroot het aantal arbeidskrachten en technologische vooruitgang zorgt ervoor dat

Reële rente in ontwikkelde landen

Percentage



— Nominale 10 jaarsrente (gewogen gemiddelde, 20 landen)
 — Lange-termijn reële rente (gewogen gemiddelde, 20 landen)
 — Verwachte inflatie (1 jaar vooruit, gewogen gemiddelde, 20 landen)

Bron: Bank of England.

Nominale rente is BBP gewogen gemiddelde van 10-jaars rente op staatspapier voor 20 ontwikkelde landen (G7, Australië, België, Denemarken, Finland, Ierland, Nederland, Nieuw Zeeland, Noorwegen, Portugal, Spanje, Zweden, Zwitserland).

Verwachte inflatie zoals gepubliceerd door Consensus Economics.
 Reële rente is verschil tussen nominale rente en verwachte inflatie.

12 april 2016

de factor arbeid productiever wordt. Beide factoren bepalen zo de marginale opbrengst op kapitaal en daarmee de reële rente. De bevolkingsgroei is met name in West-Europa en Japan afgenomen, wat leidt tot een kleiner arbeidsaanbod en daarmee de potentiële economische groei drukt. In een vergrijzende samenleving nemen bovendien de arbeidsproductiviteit en het innovatievermogen af.

De evenwichtsrente weerspiegelt ook spaar- en investeringsgedrag. Dit refereert aan de reële rente als maatstaf om te bepalen of men nu of in de toekomst wil consumeren. Uit recent onderzoek van de Bank of England blijkt dat wereldwijd toegenomen besparingen en afgenomen investeringen in de afgelopen dertig jaar de voornaamste verklaringen achter de gedaalde evenwichtsrente vormen. De structurele toename van besparingen hangt onder andere samen met demografische trends. Wereldwijd neemt de leeftijd van de beroepsbevolking toe. Deze eerste fase van de vergrijzing gaat gepaard met een opbouw van vermogen en besparingen. Dit heeft een drukkend effect op de reële rente. Daarnaast spelen de toegenomen besparingen van opkomende landen - vooral in Azië - een rol. De mondiale overvloed aan besparingen hangt samen met voorzorgbesparingen door opkomende landen met forse lopende rekeningoverschotten.

De structurele afname van investeringen wordt toegeschreven aan de gedaalde prijs van investeringsgoederen (relatief ten opzichte van consumptiegoederen), waardoor minder investeringsuitgaven nodig zijn, en afgenomen publieke investeringen. Dit laatste hangt onder andere samen met budgettaire consolidatie, verschuivingen in de economische structuur en privatiseringen.

Rol van monetair beleid

Het monetaire beleid richt zich op cyclische ontwikkelingen die de inflatie(vooruitzichten) beïnvloeden. De evenwichtsrente is hierbij een ijkpunt voor het monetaire beleid. Als de beleidsrente relatief te hoog zou zijn is het beleid te krap met het oog op de prijsstabiliteitsdoelstelling en andersom te ruim. Omdat de (verwachte) inflatie sinds 2014 tot ruim onder de doelstelling is gedaald, is de beleidsrente verlaagd tot het historisch lage niveau van om en nabij 0 procent, waarbij de depositorente zelfs tot -0,4 procent is gereduceerd. Ook bij dat niveau

12 april 2016

van de beleidsrente heeft het Eurosysteem het monetaire beleid verder kunnen verruimen, onder andere door het opkopen van staatsobligaties. Daarmee reageert de centrale bank op cyclische ontwikkelingen die zich uiten in onbenutte productiecapaciteit en de gedaalde inflatie(verwachtingen).

Om de conjunctuur en de inflatie te stimuleren is nodig dat de beleidsrente onder de evenwichtsrente wordt gebracht. Bij de intensiteit van dit ruime monetaire beleid en de horizon waarbinnen de doelstelling van prijsstabiliteit zal worden gerealiseerd heeft de centrale bank een bepaalde beoordelingsruimte. Daarbij wordt de effectiviteit van maatregelen voor het behalen van de primaire doelstelling van prijsstabiliteit op de middellange termijn afgewogen tegen de risico's van intensieve en persistente monetaire verruiming.

Een risico van het langdurig ruime monetaire beleid is namelijk dat het op (langere termijn) het productievermogen van de economie kan aantasten. Een belangrijk gevaar van een langdurig lage reële rente is dat de financiering van weinig productieve investeringen en het doorrollen van slechte leningen wordt gefaciliteerd. Daarmee kan het monetaire beleid uiteindelijk ook schadelijke effecten hebben op de trendgroei en aldus op de evenwichtsrente.