

Oplopende rente lost niets op en is wel risicovol

De Europese rente loopt rap op. De presidenten van De Nederlandsche Bank en de Europese Centrale Bank zijn voorstanders van verdere verhogingen. De risico's hiervan voor de Europese economie en het integratieproces in de eurozone zijn zeer aanzienlijk, maar worden onderschat.

IN HET KORT

- De Europese economie is niet oververhit: de arbeidsmarktkrapte is structureel en niet conjunctureel van aard.
- Renteverhogingen remmen de Europese economie onnodig, en vergroten het tekort aan arbeid.
- Het grootste risico nu is fragmentatie van de Europese kapitaalmarkt. Dit bedreigt de euro en het Europese integratieproces.

ANDRE KOLODZIEJAK

Gepensioneerd; voormalig econoom bij de Europese Centrale Bank

Sinds de Europese Centrale Bank (ECB) in juli 2022 gestopt is met de netto-aankopen van obligaties, en een aantal stevige verhogingen van de beleidsrente heeft doorgevoerd, loopt de rente in Europa in rap tempo op. Vanaf 1 maart 2023 vervangt de ECB ook deels de afgeloste obligaties niet meer die zijn aangekocht onder het *Asset Purchase Programme*, en doet aldus aan kwantitatieve verkrapping (Schnabel, 2023a). De ECB wil naar eigen zeggen met deze maatregelen de vraag in de economie verminderen en een loon-prijsspiraal voorkomen – om zo weer een inflatie op middellange termijn van iets minder dan twee procent te bereiken. De zogenaamde Bund-rente, de toonaangevende Duitse rente op tienjarige overheidsschuld – doorgaans de ondergrens van die rente in de eurozone – nam, na een langere periode van daling, ten opzichte van december 2021 met meer dan drie procentpunt toe (figuur 1).

In de persconferentie van 4 mei, na de zevende renteverhoging door de ECB sinds juli 2022, kondigde president Lagarde (2023) verdere verhogingen aan. De president van De Nederlandsche Bank (DNB) laat van zijn kant geen mediagelegenheid voorbijgaan om uit te leggen dat de Europese beleidsrente zeker tot in de buurt van het Amerikaanse niveau van vijf procent dient te worden verhoogd, om de inflatie terug te brengen tot het gewenste niveau van twee procent (Mees, 2022).

Zo'n stevige renteverhoging is niet alleen onnodig (Kolodziejak, 2022), maar een hoog niveau van rente (Chancellor, 2022) en renteverhogingen brengen ook een zeer aanzienlijk risico met zich mee, zo betoog ik in dit artikel. De vorige perioden van sterke renteverhogingen in Europa – bij de Duitse hereniging dertig jaar geleden en tijdens de Euro-

pese financiële crisis – betekenden bijna het einde van de Europese monetaire samenwerking, en de daarmee onlosmakelijk verbonden interne markt van de Europese Unie. Dit wordt gemakkelijk vergeten. Veronachtzaamd dreigt eveneens te worden dat de Europese economie de afgelopen jaren ingrijpende veranderingen heeft ondergaan, die de in de laatste decennia waargenomen hogere beloning van kapitaal ten opzichte van arbeid niet rechtvaardigen (Piketty, 2014).

Geen oververhitting Europese economie

Volgens de voorstanders forse renteverhogingen zou de oververhitting van de economie worden getemperd. Volgens hen is deze verantwoordelijk voor het merendeel van de huidige inflatie (Schnabel, 2023b). Die analyse is echter niet in overeenstemming met de feiten. In de afgelopen twee kwartalen dook de Europese economie net in een recessie. Gezien de stand van de Europese conjunctuur is het afremmen van de Europese economie door verdere renteverhogingen dus helemaal niet nodig. De Duitse economie, verreweg de grootste van de eurozone, bevindt zich ook in een recessie. De Nederlandse economie kromp in het eerste kwartaal van dit jaar e met 0,7 procent. Afgezien van de relatief lage werkloosheid, is het bewijs voor de stelling van oververhitting van de Europese economie afwezig.

Voorstanders van de oververhittingsthese (zoals de president van DNB), verwijzen voor de onderbouwing daarvan vaak naar de tekorten op de arbeidsmarkt. Maar die manifesteren zich vooral in bepaalde sectoren en komen niet door oververhitting, maar door een economie waarvan het consumptiepatroon verschuift van goederen naar diensten (figuur 2), door de vergrijzing (Aksoy et al., 2019) en door de grote en toenemende behoefte aan arbeid voor de export. De toenemende arbeidsvraag heeft dus een structureel karakter en omdat het arbeidsaanbod in uren gemeten in de eurozone de afgelopen vijftien jaar behoorlijk constant is, wordt arbeid (vooral laagbetaalde in bepaalde sectoren) schaars.

Wat ook tegen oververhitting spreekt, is dat het niveau van de rente waarbij deze de economie noch stimuleert noch afremt – dus de zogenaamde 'neutrale rente' – waarschijnlijk in Europa momenteel bij nul ligt (Holston et al., 2017; Fiorentini et al., 2018). En dat de outputgap – het verschil tussen feitelijke productie en potentiële productie – over 2023 volgens de laatste voorspellingen van de Europese Commissie –0,5 procent bedraagt (EC, 2022).

Het risico van het verder opdrijven van de Europese rente, onder het mom van oververhitting bestrijden, is dat de economie overmatig wordt afgeremd. Voor het vaststellen van de conjunctuur is het misleidend om te kijken naar het positieve groeicijfer voor 2022, omdat dit volgde op een

paar magere coronajaren waardoor er sprake was van een, waarschijnlijk rente-inelastische, eenmalige inhaalvraag en daarbij waren de groeicijfers van de belangrijkste componenten van het Europese bruto binnenlands product (bbp) al negatief in het vierde kwartaal van 2022. Dat was vóórdat de renteverhogingen van de ECB een effect kunnen hebben gehad (renteverhogingen werken met een vertraging van minstens vier à zes kwartalen door in de economie). Met andere woorden: al aan het eind van 2022 was de Europese economie kwetsbaar en bevond zich zonder de gevolgen van de renteverhogingen al op de rand van een recessie.

Inmiddels kan het groeiverlies in 2023 door de renteverhogingen tot en met maart 2023 en het stoppen van de obligatieaankopen worden geschat op 3,6 procent voor de EU en 1,2 procent voor Nederland (zie tabel 1).

Te weinig substitutie arbeid door kapitaal

Renteverhogingen hebben aanzienlijke consequenties. Op dit moment is er in de Europese economie, en met name in de Nederlandse, sprake van een structureel tekort aan arbeid – maar niet van een conjunctureel tekort. In de jaren zeventig en tachtig van de vorige eeuw was juist kapitaal de structureel schaarse factor en was er arbeid in overvloed (Den Hartog en Tjan, 1976). Dit leidde destijds tot het logische beleidsantwoord van renteverhoging en loonmatiging. De loonmatiging, af te lezen aan daling van de arbeidsinkomensquote (figuur 2), werd echter ook in het nieuwe millennium volgehouden – toen de omstandigheden zich gewijzigd hadden en dit beleid niet meer opportuun was. Opvallend is ook dat deze loonmatiging samengaat met het groter worden van de werkgelegenheid in de arbeidsintensieve dienstensector ten opzichte van die van de kapitaalintensieve industriële sector; kennelijk vereist een grote dienstensector loonmatiging.

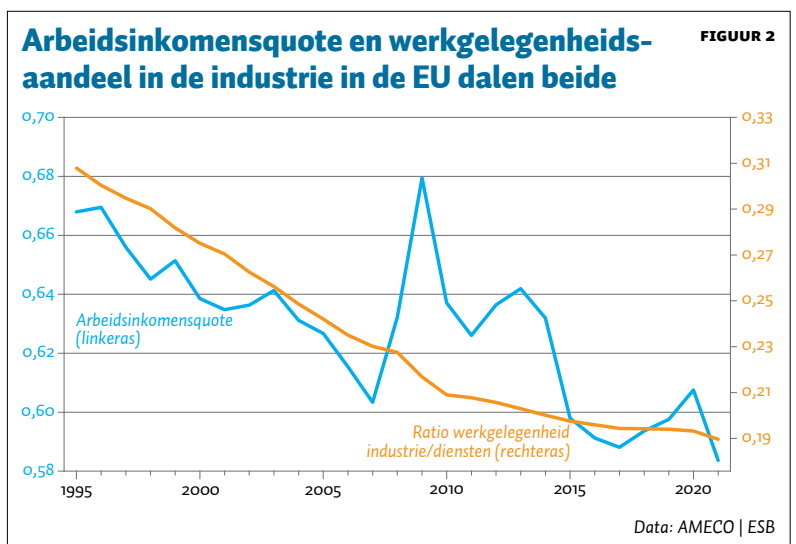
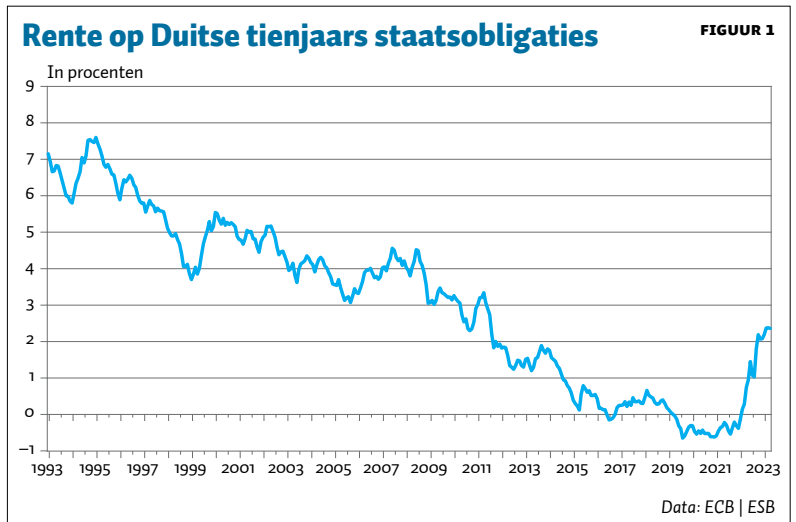
Door de demografische ontwikkeling, en de deels daarmee samenhangende verschuiving in de consumptiepreferenties binnen Europa, bestaat er de laatste twee decennia een aanbodoverschot aan kapitaal en een aanbodtekort aan arbeid. Dit geldt in het bijzonder voor Nederland, alwaar het aantal jaarlijks gewerkte uren per werknemer (1.440) circa acht procent lager ligt dan in de eurozone.

De oplossing voor dit kapitaaloverschot en arbeidstekort is een kapitaalintensievere productie, waarvoor er een hogere prijs van arbeid (arbeidsinkomensquote) en een lagere prijs van kapitaal (kapitaalinkomensquote) nodig is. We zien echter eerder, met name in Nederland, het tegenovergestelde: een arbeidsintensievere en een kapitaalextensievere productie (figuur 3), en ook een relatieve verlaging van de prijs van arbeid (Karabarounis en Neiman, 2013). Dat bedrijven met hun marktmacht de opgelopen inflatie gebruiken om de prijs van hun producten met meer dan de inflatie te verhogen ('graainflatie') verergert het kapitaaloverschot en arbeidstekort.

Een forse verhoging van de beleidsrente boven de evenwichtsrente, zoals we die nu zien, vergroot het risico dat het kapitaaloverschot en arbeidstekort zich versterkt doorzetten.

Effect op het bankwezen

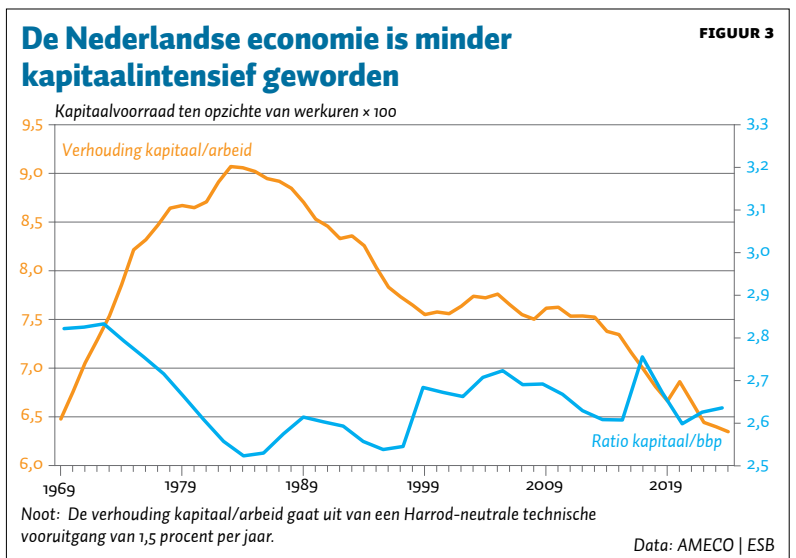
Bij de renteverhogingen zijn er tot nu toe twee soorten negatieve effecten bij banken waarneembaar, die bij een verdere verhoging van de rente alleen maar zullen toenemen. Het



Raming effect ECB-maatregelen op bbp-groei TABEL 1

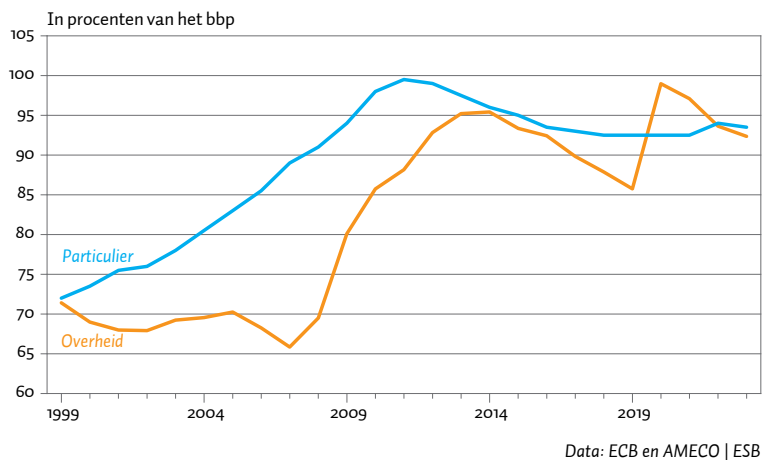
Effect op bbp-groei 2023 ...	EU	Nederland
van renteverhogingen tot en met maart 2023	-3,0 (EC QUEST)	-0,8 (CPB Saffier 3)
van stop netto-obligatieaankopen	-0,6 (ECB Base)	-0,4 (ECB Base)
Som effecten	-3,6	-1,2

Data: Angelini et al. (2019), Burgert et al. (2020) en Bettendorf et al. (2021) | ESB



Overheidsschuld en particuliere schuld in de eurozone

FIGUUR 4



Houdbaarheid schulden

Als de rente verder oploopt en door de recessie de inkomens van particulieren en overheden niet overeenkomstig stijgen, dan dreigt er een ernstig houdbaarheidsprobleem voor zowel de particuliere schulden als de overheidsschuld. Wat betreft de overheidsschuld gingen de opstellers van het Verdrag van Maastricht ervan uit dat een schuld van zestig procent van het bbp compatibel was met een nominale groei van vijf procent en een reële groei van drie procent (Kolodziejak en Muijzers, 1991). Momenteel bedraagt de gemiddelde overheidsschuld in de eurozone echter 94 procent (figuur 4), en ligt de reële groei in de komende jaren ver onder de trendmatige groei van circa twee procent. Met de stijgende rentelasten creëert dit onvermijdelijk een schuldhoudbaarheidsprobleem, hetgeen zal uitmonden in een regelrechte crisis wanneer de overheidsschuld voor een groot deel door buitenlandse ingezetenen wordt gefinancierd, en deze hun vertrouwen verliezen. Het roemloze einde van de regering-May in het Verenigd Koninkrijk is een voorbeeld hiervan.

Uit de invulling van de actuele economische parameters in de schuldhoudbaarheidsformule van Domar (1944) kan er geconcludeerd worden dat de meeste landen van de eurozone zich bij teruglopende groei onmogelijk op eigen kracht kunnen bevrijden van een schuld boven de zestig procent van het bbp. Mutualisatie van deze overschuld kan uitkomst bieden (Sachverständigenrat, 2012).

Wat betreft de particuliere schuld geldt dat deze – vanaf het al hoge niveau van ruim zeventig procent van het bbp door jarenlange loonmatiging – in de financiële crisis en de coronacrisis nog eens met circa 25 procentpunt gestegen is (figuur 4). Het houdbaarheidsprobleem van de particuliere schuld bij de achterblijvende reële inkomens is evident, en vergt een inzet van de banken om deze schulden waar nodig te herstructureren.

Houdbaarheid onvoltooide EMU

Het belangrijkste risico van een nog verder oplopende rente in de eurozone is echter de fragmentatie van de Europese kapitaalmarkt. Zo'n fragmentatie was er ook in 2010–2012. Naarmate de lange rente van de grootste Europese economie, met de meest omvangrijke en liquide kapitaalmarkt, namelijk de Duitse, stijgt, beginnen de rentes van de overige landen in toenemende mate daarvan te divergeren – met het gevaar dat een van die rentes een niveau bereikt waarbij de financiering van de staatsschuld onmogelijk wordt. Oplopende rentever schillen zijn ook nu weer zichtbaar, zie tabel 2.

Om die divergentie tegen te gaan, heeft de ECB op 21 juli 2022 een speciaal instrument geïntroduceerd – het *Transmission Protection Instrument* (TPI). Dit moet, aldus haar president, verzekeren dat de leenkosten van landen met een hoge overheidsschuld – in het bijzonder Italië – niet exploderen wanneer de bank de rente verhoogt om de inflatie te beteugelen (Lagarde, 2022). Mayer (2022) meent echter dat de inzet van TPI onvoldoende kan zijn wanneer de spread tussen Italiaans overheidspapier en de Bund de kritische grens nadert – zeker als speculanten massaal short-posities gaan innemen – zoals in 1992, toen Italië het Europees Monetair Stelsel moest verlaten. Zelfs wanneer de ECB onder TPI alle Italiaanse obligaties, die ze nog niet op haar balans heeft staan, zou aankopen ter grootte

Tienjaarsrente in eurolanden

TABEL 2

	Data				Prognose ¹	
	dec 2021	jan 2022	jan 2023	mrt 2023		
Duitsland	-0,38	-0,12	2,19	2,58	4,00	5,00
Nederland	-0,32	-0,10	2,50	3,06	4,83	5,90–6,14
Cyprus	0,64	0,86	4,19	4,30	6,67	7,80–8,15
Roemenië	5,37	5,37	6,80	7,96	9,28	9,46–10,56
Griekenland	1,29	1,62	4,29	4,53	7,29	7,75–9,33
Italië	1,05	1,35	4,24	4,62	6,60	7,67–8,07

¹ Modelberekeningen voor tienjaarsrentes van landen gegeven de Duitse rente

Data: ECB | ESB

eerste effect, dat te vinden is bij Europese banken, met een initieel stabiele beurskoers en een oligopolistische marktsituatie zoals in Nederland, is dat de marge tussen uitzettingen (op de markt, of bij de ECB) en spaargeld toeneemt, en daarmee ook de winst. Wanneer deze winst ten goede komt aan de aandeelhouders zal dit de beurskoers opstuwten, en kan dit leiden tot speculatieve bubbels op het moment dat de winst weer normaliseert. Ook neemt hierdoor zowel het overtollige kapitaal als het risico op een onderbesteding in de economie toe (Keynes, 1936; Skidelsky, 2011).

Het tweede effect, dat we met name bij regionale banken in Amerika – zoals de First Republic, Signature en Silicon Valley Bank al waarnemen, maar ook in Europa bij Credit Suisse – is dat na negatief nieuws de beurskoers instort en klanten massaal hun geld van de bank halen, waarna de betreffende bank de reserves te gelde moet maken (Brunnermeier, 2023). Aangezien die reserves grotendeels uit obligaties bestaan – waarvan de koers door de oplopende rente gedaald is – zal dit leiden tot meer negatief nieuws, waarna de beurskoers verder instort en er nog meer geld wordt opgenomen, totdat de reserves zijn uitgeput en de bank failliet gaat of overgenomen wordt. Dit lot is niet slechts voorbehouden aan banken met onvoldoende reserves en slecht (rente)management. Tegen heel slecht nieuws, een langdurig omgekeerde yieldcurve en ineensstorting van de waarde van het *collateral*, en uitzettingen en beleggingen is geen enkele bank bestand. Tenzij ze natuurlijk onbeperkt, ongedekt en bijna kosteloos krediet krijgt van de centrale bank.

van het Italiaanse bbp van 1.800 miljard euro, is de lucht nog niet geklaard omdat ook dan een nieuwe Italiaanse emissie de facto onmogelijk is.

Belangrijk om te beseffen is dat dit divergentieprobleem, met het risico van fragmentatie, ingewikkelder en hardnekkiger is dan het door menig econoom wordt voorgesteld. Het is niet uitsluitend een onderscheid tussen de rentes van de noordelijke landen met een goed beleid, en de zuidelijke landen met een slecht beleid, waarbij de renteversillen disciplinerend werken. Het kan ook landen treffen met goed beleid en een goede uitgangspositie. Het renteversil tussen de Nederlandse en de Duitse staatsobligaties, met een looptijd van tien jaar rente nam tussen december 2021 en begin maart 2022 toe van 0,06 tot 0,50 procentpunt. En volgens een geschat model zou dit verschil kunnen oplopen tot 0,83 wanneer de Duitse rente vier procent zou bedragen, en maar liefst tot 0,90 à 1,14 bij een rente van vijf procent (tabel 2).

Juist in een reactie op dit divergentieprobleem is de euro tot stand gekomen. Een belangrijke reden voor de creatie van de euro was juist om de asymmetrische reacties van andere lidstaten op een Duitse renteverhoging te onderwerpen. De hoge Duitse rente in de jaren negentig zorgde ervoor dat de andere Europese valuta reëel apprecieerden, en dat het Europees Monetair Stelsel in 1993 uit elkaar viel. De oplossing voor deze permanente bedreiging van de interne markt, en daarmee van de EU, was de invoering van de Europese Economische en Monetair Unie (EMU) en de euro in 1999. Artikel 7 EEG uit 1957 bepaalde immers al dat de wisselkoers van de lidstaten een aangelegenheid van gemeenschappelijk belang was, omdat er anders met wisselkoersmanipulaties concurrentievoordelen werden gecreëerd. Dat de euro een politiek offer van Duitsland aan Frankrijk was – en geen economische noodzaak, met name voor de Duitsers – is een wijdverbreide mythe (Vos, 2021).

Zolang de EMU niet voltooid wordt met een gezamenlijke schuldopname door de lidstaten (maar deze apart gefinancierd blijft) komt het oude spook van de oplopende Duitse rente steeds weer terug in nieuwe gedaantes – en vormt zo een bedreiging voor het voortbestaan van de euro en daarmee van het Europese integratieproces. Dat proces heeft immers als kern een eerlijke, stabiele en efficiënte interne markt (Padoa-Schioppa, 1987; Cecchini et al., 1988), in de traditie van de naoorlogse verworvenheid van de *Soziale Marktwirtschaft* (Müller-Armack, 1947; Schlecht, 1990).

Conclusie

De stijgende centralebankrente remt de Europese economie, die al niet oververhit was, verder af. BBB Daarbij zitten er aan deze oplopende rente ernstige risico's vast, voor zowel de financiële stabiliteit als de houdbaarheid van private en publieke schulden. De oplopende rente bevordert ook de substitutie van arbeid door kapitaal niet, die om demografische redenen gewenst is, en stimuleert evenmin het aanbod van arbeid.

Erger is echter dat we nu al tekenen zien van een fragmentatie van de Europese kapitaalmarkt – die zich, bij een verder oplopende Duitse rente, verheft en net als tijdens de eurocrisis een groot gevaar vormt voor het Europese integratieproces. Het is hoog tijd om deze onvolkomenheid

van de EMU op te heffen, en om over te gaan tot een gezamenlijke Europese schulduitgifte – waarbij elke lidstaat wel verantwoordelijk blijft voor zijn eigen schuld. Ook is er een zekere herstructurering van de Europese schuld van overheid en particulieren nodig – om die weer houdbaar te maken op een structureel lager groeipad. Zo wordt er verhinderd dat het monetaire beleid haaks komt te staan op de financiële stabiliteit van de eurozone.

Literatuur

- Aksoy, Y., H.S. Basso, R.P. Smith en T. Grasl (2019) Demographic structure and macroeconomic trends. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 11(1), 193–222.
- Angelini E., N. Bokan, K. Christoffel et al. (2019) *Introducing ECB-Base: The blueprint of the new ECB semi-structural model for the euro area*. European Central Bank Working Paper, 2315.
- Bettendorf L., S. Boeters, A. van der Horst et al. (2021) *Saffier 3.0: Technical background*. CPB Background Document, 21 december.
- Brunnermeier, M. (2023) *Rethinking monetary policy in a changing world*. International Monetary Fund Finance and Development, maart.
- Burgert, M., W. Roeger, J. Varga et al. (2020) *A global economy version of QUEST: Simulation properties*. European Commission Discussion Paper, 126.
- Cecchini, P., M. Catinat en A. Jacquemin (1988) *The European Challenge, 1992: The benefits of a single market*. Aldershot: Gower Publishing.
- Chancellor, E. (2022) *The price of time*. Londen: Penguin.
- Domar, E.D. (1944) The 'burden of the debt' and the national income. *The American Economic Review*, 34(4), 798–827.
- EC (2022) *Economische najaarsprognoses 2022: EU-economie op een keerpunt*. Europese Commissie, 11 november. Te vinden op ec.europa.eu.
- Fiorentini, G., A. Galesi, G. Pérez-Quiróz en E. Sentana (2018) *The rise and fall of the natural interest rate*. Banco de España Working Paper, 1822. Te vinden op ssnr.com.
- Hartog, H. den, en H.S. Tjan (1976) Investments, wages, prices and demand for labour. *De Economist*, 124, 32–55.
- Holston, K., T. Laubach en J.C. Williams (2017) Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants. *Journal of International Economics*, 108, S59–S75.
- Karabarbounis, L. en B. Neiman (2013) The global decline of the labor share. *The Quarterly Journal of Economics*, 129(1), 61–103.
- Keynes, J.M. (1936) *The general theory of employment, interest and money*. Londen: Palgrave MacMillan.
- Kolodziejak, A. (2022) Forse renteverhoging in de eurozone is onverstandig. ESB, 107(4812), 344–346.
- Kolodziejak, A.M.M. en A.P.M. Muijzers (1991) Het Verdrag van Maastricht. ESB, 76(3837), 1209–1213.
- Lagarde, C. (2022) *Monetary policy statement*. Persconferentie Europese Centrale Bank. 21 juli, Frankfurt am Main. Te vinden op ecb.europa.eu.
- Lagarde, C. (2023) *Monetary policy statement*. Persconferentie Europese Centrale Bank. 4 mei, Frankfurt am Main. Te vinden op ecb.europa.eu.
- Mayer, T. (2022) *ECB's transmission protection instrument may lead to further crises*. OMFIF Bericht, 7 september.
- Mees, H. (2022) Verschil benadering van Federal Reserve en ECB gerechtvaardigd. ESB, 107(4805), 27.
- Müller-Armack, A. (1947) *Wirtschaftslenkung und Marktwirtschaft*. Düsseldorf: Verlag für Wirtschaft und Sozialpolitik.
- Padoa-Schioppa, T. (1987) *Efficiency, stability and equity: Strategy for the evolution of the economic system of the European Community*. Report to the Commission of the European Communities. Oxford: Oxford University Press.
- Piketty, T. (2014) *Kapitaal in de 21ste eeuw*. Amsterdam: De Bezige Bij.
- Sachverständigenrat (2012) *Jahresgutachten 2011/2012. Verantwortung für Europa wahrnehmen*. Wiesbaden: Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.
- Schlecht, O. (1990) *Grundlagen und Perspektiven der Sozialen Marktwirtschaft*. Tübingen: Mohr Siebeck.
- Schnabel, I. (2023a) *Back to normal? Balance sheet size and interest control*. Presentatie op een bijeenkomst van de Columbia University. 27 maart, New York.
- Schnabel, I. (2023b) *Inflation in the euro area and the US – causes, persistence, outlook*. Presentatie op de 39th Annual NABE Economic Policy Conference. 29 maart, Washington, DC.
- Skidelsky, R. (2011) *Three stories of capitalist crisis*. Maastricht University, Brussel, 14 januari. Te vinden op maastrichtuniversity.nl.
- Vos, H. (2021) *Dit is Europa: De geschiedenis van een Unie*. Gent: Borgerhoff & Lambergts.