

De gevolgen van vergrijzing voor het Europese monetaire beleid

De vergrijzing zal gepaard gaan met een geleidelijke daling van de reële rente en de bbp-groei en een lichte opwaartse druk op de inflatie. Ook zullen aandelen- en huizenprijzen belangrijker worden bij de doorwerking van het monetaire beleid.

De voortgaande vergrijzing kan op twee manieren gevolgen hebben voor het monetaire beleid van de ECB. Ten eerste beïnvloedt vergrijzing de indicatoren waarop beslissingen met betrekking tot het monetaire beleid worden gebaseerd, zoals rente, inflatie en bbp-groei. Ten tweede beïnvloedt vergrijzing de doorwerking van een monetaire-beleidsbeslissing op de economie en inflatie. Alvorens we hierop ingaan moet een aantal zaken worden beschouwd. In de eerste plaats is vergrijzing een geleidelijk en langdurig proces, zodat de economische gevolgen ervan zich ook geleidelijk zullen voltrekken. Dit impliceert dat de onmiddellijke gevolgen voor monetair beleid beperkt zullen zijn. Daarnaast kunnen in het vergrijzingsproces twee fases worden onderscheiden. In de eerste, huidige, fase, neemt de gemiddelde leeftijd van de beroepsbevolking gestaag toe en neemt de groei van de beroepsbevolking gestaag af. In de tweede fase, die volgens de OESO in het eurogebied in zal gaan vanaf 2025–2030, gaan steeds meer ouderen met pensioen, zodat de afnemende groei van de beroepsbevolking zal omslaan in een krimp (Oliviera Martins *et al.*, 2005).

Om de monetaire beleidsimplicaties in kaart te kunnen brengen wordt hieronder allereerst een tweetal relevante economische gevolgen van vergrijzing geschetst. Vervolgens wordt bekeken hoe de vergrijzing de monetaire beleidsindicatoren en daarmee het monetaire beleid kan beïnvloeden. Daarna wordt ingegaan op de gevolgen voor de economische doorwerking van een rentestap, met andere woorden op het monetaire transmissieproces.

Twee gevolgen van vergrijzing

Vergrijzing leidt ten eerste tot een vermogensop- en afbouw. De eerste fase van de vergrijzing, waarin de gemiddelde leeftijd van de beroepsbevolking toeneemt, gaat gepaard met een opbouw van vermogen, ter voorbereiding op de pensionering. In de tweede fase van de vergrijzing, waarin de ouderen met pensioen gaan, teren ze in op hun opgebouwde vermogen. In deze fase neemt het vermogen zodoende weer af. De mate waarin deze vermogensop- en afbouw plaatsvindt, is sterk afhankelijk van het pensioenstelsel. Wanneer de pensioenen vooral bestaan

uit door de gepensioneerde zelf opgebouwd vermogen, is het effect van vergrijzing op de besparingen groter dan wanneer de pensioenen voornamelijk worden gefinancierd uit de lopende belastinginkomen. Dit onder de veronderstelling dat de overheid zelf niet voldoende preventief spaart om in deze oplopende uitgaven te kunnen voorzien.

Ten tweede heeft de vergrijzing implicaties voor de bbp-groei en de samenstelling ervan. Zowel in de eerste als in de tweede fase van vergrijzing wint consumptie gestaag aan belang ten opzichte van investeringen, maar de mate waarin dit gebeurt is afhankelijk van eventuele pensioenhervormingen. Wat de investeringen betreft gaat het vergrijzingsproces gepaard met een gestage afname van de groei van de beroepsbevolking, waardoor de bbp-groei afneemt. De daaruit voortvloeiende lagere vraag naar investeringen zal de substitutie van dure arbeid voor kapitaal meer dan teniet doen, zodat de investeringsgroei per saldo zal afnemen. Tegelijkertijd zal de stijging van de gemiddelde leeftijd van de beroepsbevolking in de eerste fase gepaard gaan met een stijging van het beschikbare inkomen en daarmee van de consumptiegroei. Zo tonen Fernández-Villaverde en Krueger (2002) voor de Verenigde Staten aan dat de consumptie van duurzame goederen een piek bereikt bij veertigers. Dit suggereert dat de stijging van de mediane leeftijd in Europa van 38,9 in 2005 tot 47 in 2050 gepaard zal gaan met een toename van de consumptiegroei. In de tweede fase van de vergrijzing zullen ouderen hun besparingen omzetten in consumptie en dus een groot deel van hun beschikbare inkomen consumeren. Het opwaartse effect van vergrijzing op de consumptiegroei kan echter deels teniet worden gedaan door omvangrijke pensioenhervormingen, aangezien een toename van de besparingen ten koste zal gaan van de consumptie. In navolging van andere auteurs wordt er in dit artikel van uitgegaan dat de consumptiegroei per saldo toeneemt (Maddaloni *et al.*, 2006). Al met al neemt het relatieve belang van consumptie in de economie toe en dat van investeringen af.

Indicatoren voor monetair beleid

De afnemende investeringsgroei zal een daling van de financieringsvraag en daarmee van de reële rente tot gevolg hebben. Dit effect op de reële rente wordt versterkt doordat de vermogensopbouw tot een hoger financieringsaanbod leidt, in ieder geval in de eerste fase van de vergrijzing. De daling van de reële rente zal dan ook groter zijn naarmate een groter deel van de pensioenen wordt gefinancierd op basis van het

SILVIE VERKAART EN
JURGEN BROEKHUIS
Senior beleidsmedewerker
bij De Nederlandsche Bank
en student aan de Universiteit van Amsterdam

kapitaaldeckingsstelsel, aangezien dan ook de vermogensopbouw groter zal zijn. Zo betoogt Miles (2002) dat de reële rente in de EU zal dalen van 4,7 procent in 2000 tot 4,1 procent in 2030, om vervolgens weer licht op te lopen tot 4,4 procent in 2060. Dit laatste is het gevolg van de ontsparing gedurende de tweede fase van de vergrijzing. Wanneer de omslagstelsels in Europa vanaf 2020 echter volledig worden uitgefaseerd, zal de reële rente door de toename van de private besparingen aanzienlijk verder dalen, tot 3,2 procent in 2060.

Daarnaast leidt vergrijzing tot een krimp van de beroepsbevolking, zodat de economische groei in Europa zal afnemen. Illustratieve schattingen van de OESO voor Duitsland en Frankrijk geven aan dat bij gelijkblijvend beleid de jaarlijkse bbp-groei per capita 0,2 à 0,3 procentpunt lager zal uitvallen gedurende de komende vijftig jaar, vergeleken met een scenario waarin de leeftijdopbouw van de bevolking stabiel blijft (Oliviera Martins *et al.*, 2005). Omdat de VS hun groeitempo wel zullen kunnen vasthouden betekent dit overigens dat het verschil in bbp per capita tussen Europa en de Verenigde Staten zal oplopen van 25 procent nu tot 30 procent in 2050. Met behulp van beleid gericht op een verhoging van de arbeidsparticipatie van ouderen zou deze verlaging van de bbp-groei in Europa volgens de OESO meer dan teniet kunnen worden gedaan. Voor het effect van vergrijzing op de inflatie zijn twee zaken van belang. Ten eerste hebben ouderen een ander consumptiepakket dan jongeren, met meer uitgaven aan bijvoorbeeld gezondheidszorg en minder aan bijvoorbeeld transport. Hoewel helaas niet voor het eurogebied, bestaat er voor de Verenigde Staten een experimentele prijsindex voor mensen van 62 jaar en ouder (Bureau of Labor Statistics, 2006). Daaruit blijkt dat de inflatie op het consumptiepakket van ouderen licht, maar consistent, hoger is dan de algemene inflatie, waarbij het verschil 0,1 tot 0,3 procentpunt per jaar bedraagt. Daar komt bij dat de vergrijzing dit verschil verder kan versterken via het effect op de lonen, als gevolg van de relatieve schaarste van arbeid. Op zich hoeft een verandering in de kapitaal-arbeidsverhouding geen effect te hebben op de inflatie, omdat het alleen een aanpassing van relatieve prijzen betreft. Echter, wanneer ouderen met name meer arbeidsintensieve diensten, zoals gezondheidszorg, consumeren, dan zal dit de krapte op de arbeidsmarkt verder versterken, wat toch een prijsopdrijvend effect zal hebben. Hierbij is van belang dat de wereld niet in hetzelfde tempo vergrijst, maar dat Europa hierin een van de koplopers is. Dit betekent dat arbeidsintensieve diensten hier duurder kunnen worden, terwijl de prijs van kapitaalintensieve goederen op de wereldmarkt wordt bepaald en dus niet veel zal

Al met al zal de vergrijzing waarschijnlijk enig, zij het beperkt, opwaarts effect op de inflatie hebben

dalen. Al met al zal de vergrijzing waarschijnlijk enig, zij het beperkt, opwaarts effect op de inflatie hebben.

Monetaire transmissie in de eerste fase

Los van de invloed op de niveaus van bepaalde indicatoren, heeft vergrijzing ook invloed op de manier waarop een rentestap doorwerkt op de economie. Zo zullen bepaalde monetaire transmissiekanalen belangrijker worden ten opzichte van andere. In figuur 1 worden de verschillende monetaire transmissiekanalen, zoals geïdentificeerd door De Bondt (2000), voor zover relevant besproken. Omwille van de leesbaarheid wordt hieronder met name ingegaan op de eerste fase van de vergrijzing, die duurt tot circa 2030. In het algemeen kan

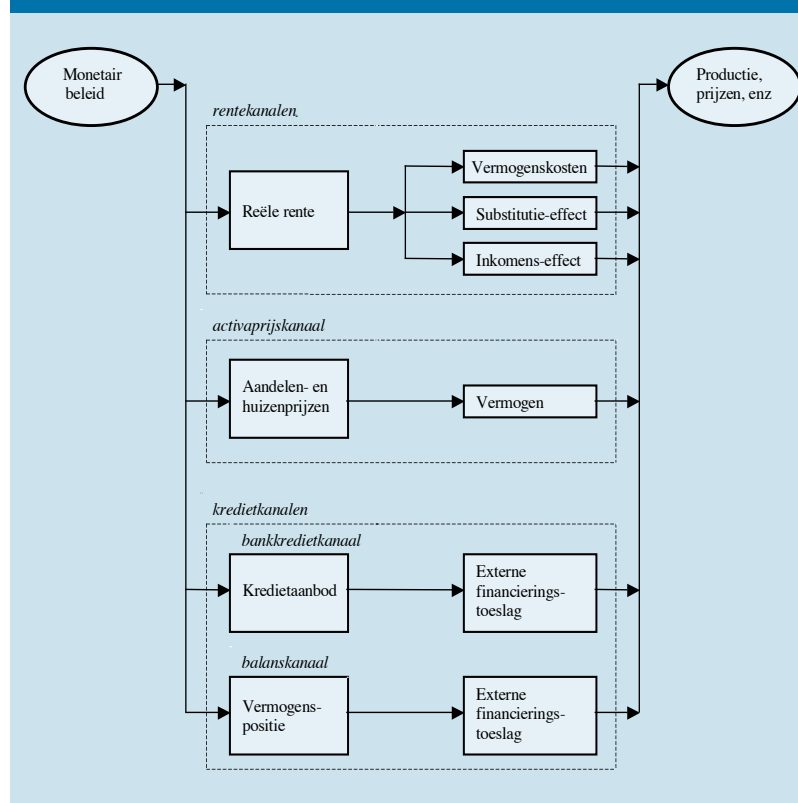
worden gesteld dat de transmissiekanalen die lopen via het vermogen in deze periode sterker worden, terwijl de kanalen die lopen via de investeringen en de kredietverlening zwakker worden.

Rentekanal

Een verlaging van de beleidsrente veroorzaakt *ceteris paribus* een daling van de reële rente. Dit beïnvloedt de bestedingen op verschillende manieren. Ten eerste betekent een lagere reële rente een lagere vermogenskostenvoet voor ondernemingen, zodat investeringen zullen toenemen (vermogenskostenkanaal). Zoals eerder betoogd, zal de investeringsgroei in een vergrijzende samenleving echter afnemen. Als gevolg van het lagere relatieve belang van investeringen in de economie zal ook het belang van het vermogenskostenkanaal afnemen. Ten tweede maken lagere rentes huidige consumptie aantrekkelijker ten opzichte van toekomstige consumptie (substitutie-effect). Met andere woorden, sparen wordt ontmoedigd en de bestedingen worden gestimuleerd. Bij het effect van vergrijzing op dit kanaal spelen twee tegengestelde krachten een rol. Aan de ene kant neemt het relatieve belang van consumptie toe, wat suggereert dat het substitutie-effect aan belang wint. Aan de andere kant hebben ouderen een kortere

Figuur 1

Monetaire transmissiekanalen.



Bron: De Bondt (2000)

tijdshorizon dan jongeren. Daardoor zullen mensen naarmate ze ouder worden minder geneigd zijn hun consumptiebeslissingen te laten hangen van de rente, wat suggereert dat het belang van het substitutie-effect juist zal afnemen. Welk van deze tegengestelde krachten overheerst is niet op voorhand duidelijk. Ten slotte beïnvloedt een rentewijziging het beschikbare inkomen door de verandering in renteontvangsten en -uitgaven (inkomenseffect). De richting en omvang van het inkomenseffect is afhankelijk van de nettovermogenspositie van huishoudens en bedrijven. Een positieve nettovermogenspositie betekent dat een renteverlaging leidt tot minder renteontvangsten en dus tot een lager beschikbaar inkomen, zodat een renteverlaging de bestedingen verlaagt in plaats van verhoogt. Door de verdere verbetering van de nettovermogenspositie zal dit effect alleen maar sterker worden in een vergrijzende samenleving, waardoor monetair beleid minder effectief wordt. Al met al zal de rechtstreekse invloed van het monetaire beleid via de rentekanalens waarschijnlijk kleiner worden als gevolg van vergrijzing.

Activaprijskanalen

Een rentedaling maakt het aanhouden van andere dan rentedragende vermogensvormen, zoals aandelen en vaste activa, aantrekkelijker en de financiering ervan goedkoper, wat de prijs ervan doet stijgen. Aandelen- en huizenprijzen spelen met name een rol bij de monetaire transmissie via vermogenseffecten op de consumptie. De vermogenseffecten van monetair beleid op de consumptie zullen sterker worden, aangezien de omvang van het vermogen in een vergrijzende omgeving toeneemt. Dezelfde reactie van aandelen- en huizenprijzen op een renteverandering heeft immers grotere effecten op de consumptie naarmate het vermogen groter is. Ter indicatie: uit simulaties van Miles (2002) blijkt dat de consumptie achttien procent sterker reageert op een renteverandering met de bevolkingsstructuur van 2050 dan met de bevolkingsstructuur van 2000.

Kredietkanalen

Naast het passief doorgeven van monetaire beleidsschokken via renteveranderingen (de prijs van krediet), kunnen banken in reactie op een monetaire beleidschok ook de aangeboden hoeveelheid krediet aanpassen (bankkredietkanaal). Echter, omdat in een vergrijzende samenleving investeringen minder belangrijk worden, valt te verwachten dat ook de vraag naar bankkrediet afneemt. Daarnaast zullen huishoudens minder worden belemmerd in hun leengedrag, als gevolg van hun verbeterde vermogenspositie (balanskanaal). Dit zou de rol van banken en daarmee de rol van de kredietkanalen verkleinen.

Implicaties voor monetair beleid

De vergrijzing zal bij verder gelijke omstandigheden tot gevolg hebben dat de reële rente en de bbp-groei geleidelijk wat dalen en de inflatie licht stijgt. Bij het bepalen van monetair beleid zou idealiter door al deze effecten heen gekeken moeten worden, omdat ze horen bij het structurele aanpassingsproces. Aangezien ze vrij klein zijn en zich zeer gradueel voltrekken, zal het in de praktijk overigens moeilijk zijn deze effecten te herkennen en er ex ante rekening mee te houden.

Wat de doorwerking van monetair beleid op de economie betreft zal het vermogen in een vergrijzende economie een nog grotere rol spelen dan nu al het geval is. Aangezien het relatieve belang van consumptie in het bbp stijgt ten koste van het relatieve belang van investeringen, zullen de monetaire transmissiekanalen die de economie rechtstreeks beïnvloeden via de reële rente of via de bancaire kredietverlening, minder sterk worden. Tegelijkertijd betekent de grotere vermogensomvang dat de doorwerking van monetair beleid via vermogens- en activaprijseffecten op de consumptie waarschijnlijk aan belang zal toenemen. De Europese monetaire beleidsmakers zullen dus nog beter moeten letten op de reactie van aandelen- en huizenprijzen op de veranderingen van de beleidsrente, aangezien ze de economie en daarmee de inflatie steeds meer via die reactie zullen kunnen sturen. Zodoende zal de vergrijzing de al eerder ingezette trend waarin vermogen steeds belangrijker wordt in de economie en dus voor monetair beleid alleen maar verder versterken.

LITERATUUR

- Bondt, G. de (2000) *Financial structure and monetary transmission in Europe – A cross-country study*. Cheltenham/Northampton (MA): Edward Elgar.
- Bureau of Labor Statistics (2006) *Experimental consumer price index for Americans 62 years of age and older, 1998–2005*. www.bls.gov/cpi/cpiexpcpie2005.pdf.
- Fernández-Villaverde, J. en D. Krueger (2002) *Consumption over the life-cycle: some facts from consumer expenditure survey data*. NBER Working Paper nr 9382.
- Maddaloni, A., A. Musso, P. Rother, M. Ward-Warmedinger en T. Westermann (2006) *Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area*. ECB Occasional Paper nr 51.
- Miles, D. (2002) *Should monetary policy be different in a greyer world?* In: Auerbach, A. en H. Herrmann (red.) *Financial markets and monetary policy*. Berlijn: Springer, 243–276.
- Oliviera Martins, J., F. Gonand, P. Antolin, C. de la Maisonneuve en K. Yoo (2005) *The impact of ageing on demand, factor markets and growth*. OECD Economics Working Papers nr 420.

INDS 1916

