

Rente: laag, lager, laagst

Auteur(s):

Ullersma, C.A.

De auteur is verbonden aan de afdeling Monetair en economisch beleid van De Nederlandsche Bank en aan OC FEB.
Verschenen in:

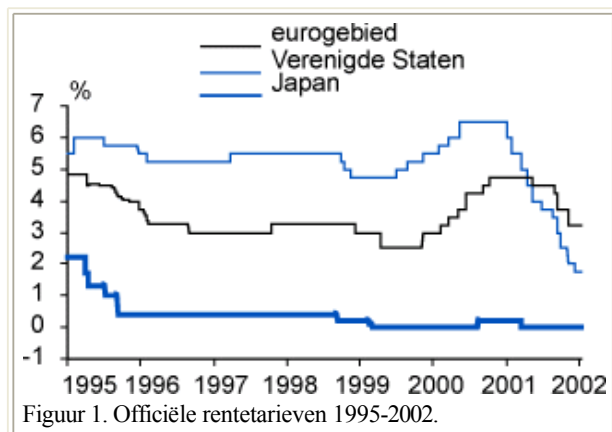
ESB, 87e jaargang, nr. 4350, pagina 188, 8 maart 2002

Rubriek:
Trefwoord(en):

monetair, beleid

Ondanks de renteverlaging door de Fed en de ECB tot ongekend lage niveaus dreigen in de vs en Europa geen 'Japanse toestanden' met ineffectief monetair beleid.

In de Verenigde Staten heeft de Federal Reserve Board (Fed) haar beleidsbepalende rente in een jaar tijd in elf achtereenvolgende stappen verlaagd tot 1,75 procent, het laagste niveau sinds 1961 (zie [figuur 1](#)). In het eurogebied is de beleidsrente met 3,25 procent ook erg laag, al lag deze in 1999 kortstondig nog lager. De forse monetaire verruiming in de VS en Europa is doorgevoerd in een klimaat met geringe inflatoire druk en met een economische groei duidelijk beneden het potentiële niveau. In Japan is de situatie veel ernstiger. Japan wordt geteisterd door persistente deflatie (zie kader), terwijl de economische groei zich al jarenlang beneden het potentieel bevindt. Daarom heeft de Japanse centrale bank zich genoodzaakt gezien de rente te verlagen tot praktisch nul, waardoor verdere monetaire stimulering via het gebruikelijke rentekanaal niet meer mogelijk is. Op het eerste gezicht komt een dergelijke situatie ook in de vs gevaarlijk dichtbij.



Waar ligt de rentebodem?

In een situatie met neerwaartse druk op de inflatie en achterblijvende economische groei kan verlaging van de monetaire beleidsrente leiden tot soepelere financiële condities, die op hun beurt de bestedingen stimuleren.

Een complicatie bij het bestrijden van een deflatoire ontwikkeling is dat monetair beleid effectiever is in het beteugelen van een te uitbundige economische ontwikkeling dan in het op gang brengen van een in de versukkeling geraakte economie. Enigszins gechargeerd gesteld, kan een centrale bank wel geld in een economie pompen, maar burgers en bedrijven moeten zelf beslissen dit geld te besteden. Monetair stimuleringsbeleid in een conjunctureel dal is vooral problematisch indien de productiecapaciteit in de voorafgaande hoogconjunctuur teveel is uitgebreid. Een renteverlaging zal dan niet gauw groot genoeg zijn om nieuwe investeringen uit te lokken.

Een extreme situatie ontstaat indien de centrale bank zich genoodzaakt ziet de nominale rente tot nul te verlagen. Verdere renteverlaging is dan niet mogelijk, omdat niemand bereid zal zijn geld uit te lenen tegen een negatieve rente wanneer het alternatief is om geld contant aan te houden. Een dergelijke situatie wordt een liquiditeitsval genoemd. Verdere monetaire verruiming zal dan uitsluitend leiden tot het aanhouden van meer kasgeld, niet tot bestedingen.

Alternatief beleid

Ondanks het bovenstaande moet niet op voorhand worden geconcludeerd dat monetair beleid volledig is uitgespeeld bij een officieel rentetarief van nul procent. De transmissie van monetair beleid naar de reële economie kan ook via andere kanalen dan het traditionele rentekanaal werken. Strikt genomen is een beleidsrente van nul dus een noodzakelijke, maar geen voldoende voorwaarde voor een liquiditeitsval. Als een verlaging van de nominale rente niet meer mogelijk is, staat een centrale bank nog een beperkt aantal opties open

Allereerst kan zij negatieve rentes forceren door het huidige contante geld te vervangen door geld waarvan de nominale waarde in de tijd afneemt. Met een bankbiljet van € 100 zou je bijvoorbeeld een jaar na introductie nog maar voor € 99 boodschappen kunnen afrekenen. Naar de bedenker van het concept wordt gesproken over Gesell-geld. Het invoeren van Gesell-geld zou een volstrekt nieuwe betekenis aan het begrip 'geldontwaarding' geven! Omdat Gesell-geld met hoge transactiekosten gepaard zou gaan, is het echter geen realistische optie.

Inflatiedoelstelling

Realistischer lijkt de mogelijkheid dat de centrale bank een expliciete inflatiedoelstelling afkondigt². Indien een centrale bank echter niet over instrumenten beschikt om inflatie af te dwingen, is een dergelijk beleid niet erg geloofwaardig en biedt het in isolement weinig perspectief op succes. Valuta-interventies ter depreciatie van de nationale munt kunnen een mogelijkheid zijn om inflatie op te wekken. Dit betekent dat de centrale bank bereid is ongelimiteerd buitenlandse deviezen te kopen en binnenlandse valuta's te verkopen tegen een vaste wisselkoers die de marktcoers van de eigen valuta ligt. Anders dan bij traditionele interventies, waarbij de nationale munt wordt ondersteund, loopt de centrale bank in kwestie niet het gevaar dat de vreemde-valutareserves uitgeput raken. Een probleem is wel dat dit wisselkoersinstrument alleen succesvol kan zijn in een naar verhouding open economie en dat het handelspartners in problemen kan brengen (beggar-thy-neighbour policy). Een alternatieve beleids-optie voor de centrale bank is het zeer fors verhogen van de geldhoeveelheid, wat de bestedingen kan stimuleren in anticipatie op toekomstige inflatie. Hierbij bestaat echter het gevaar dat de grootschalige injectie van liquide middelen op termijn een ongecontroleerd inflatieproces op gang zal brengen. Ten slotte kan de centrale bank op de kapitaalmarkt langlopende schuldtitels kopen waarvan de rente nog positief is. Nadeel is dan dat minder solide schuldtitels op de balans van de centrale bank komen te staan, wat op langere termijn haar geloofwaardigheid (en daarmee de effectiviteit van het monetaire beleid) zal schaden.

Voorkomen

De beleidsopties die nog openstaan voor een centrale bank die de rente heeft verlaagd tot nul zijn dus beperkt. Daarom is het beter de kwaal te voorkomen dan te genezen. Dit beleidsadvies is makkelijker opgeschreven dan uitgevoerd. Schokken die leiden tot vraaguitval zijn immers niet altijd te vermijden. Denk hierbij aan de terroristische aanslagen van 11 september 2001. Structuurbeleid dat leidt tot een gezonde economie met een hogere gemiddelde rente bij constante inflatieverwachtingen kan een belangrijke rol spelen. Dit beleid is echter een zaak van lange adem en valt buiten de directe invloedssfeer van de centrale bank, zoals de situatie in Japan illustreert.

De praktijk

De hardnekkigheid van de economische problemen in Japan vindt haar oorsprong niet zozeer in ineffectief monetair beleid, als wel in de economische en financiële structuur. Een groot probleem is de fragiliteit van de financiële sector, waardoor besparingen en investeringen niet goed worden gealloceerd. Monetair beleid, dat de vraagzijde van de economie beïnvloedt, kan deze problemen niet verhelpen en wordt er zelfs door bemoeilijkt. Een kwetsbaar bankwezen zal monetaire versoepeling immers allereerst aangrijpen voor het verbeteren van de eigen financiële positie, in plaats van het uitbreiden van de kredietverlening.

De vs en Europa kennen geen met Japan vergelijkbare structurele problemen. De financiële sector is veel gezonder, terwijl prijzen op arbeids- en goederenmarkten zich sneller aanpassen aan gewijzigde omstandigheden. Hierdoor is de gemiddelde reële korte rente van twee à drie procent hoger dan in Japan en werkt monetair beleid sterker door in de economische groei en inflatie. Voorts is een groot voordeel dat het monetaire beleid in de VS en het eurogebied geloofwaardiger is dan in Japan. De geloofwaardigheid van de ECB berust op haar duidelijke strategie om prijsstabiliteit op middellange termijn te verwezenlijken; die van de Fed mede op het vertrouwen in voorzitter Greenspan en anderen. Hierdoor kennen beide regio's duurzaam lage, maar licht positieve inflatieverwachtingen. Dat de Fed de rente desalniettemin recentelijk zo fors heeft verlaagd, kan vooral worden toegeschreven aan bijzondere factoren. Niemand kon de terroristische aanslagen van 11 september 2001 voorzien. Daarnaast bleef de wisselkoers van de dollar ondanks de Amerikaanse recessie sterk, wat niet stimulerend werkte. Ook speelt mee dat overinvesteringen in met name de ict-sector zijn opgetreden die de vraagimpuls van een renteverlaging beperken. Ten slotte is een punt dat de eerdere synchrone terugval in de grootste economieën van de westerse wereld ervoor zorgde dat andere landen de vraagschokken die de Amerikaanse economie doormaakte niet konden opvangen. Maar in de gezonde economieën van de vs en het eurogebied, die een hogere gemiddelde reële rente en een meer solide financiële sector kennen dan Japan, is een licht positieve beleidsrente ook al een forse stimulans. Daarom, en vanwege de stabiele inflatieverwachtingen, is het zeer onwaarschijnlijk dat de Fed of de ecb in een situatie met een beleidsrente van nul verzeild zal raken

¹ C.A. Ullersma, The zero lower bound on nominal interest rates and monetary policy effectiveness: a survey, te verschijnen in *De Economist*, 2002.

² Vergelijk W.J. Jansen, S.N.J. Langedijk en