



## Rentewapen als zwaard van Damocles

**Auteur(s):**

Eikelboom, A.

End, J.W., van den

*De eerste auteur is als portfoliomanager vastrentende waarden werkzaam bij Kempen & Co. De tweede auteur is als econoom werkzaam bij NCM.***Verschenen in:**

ESB, 85e jaargang, nr. 4284, pagina 977, 1 december 2000

**Rubriek:****Trefwoord(en):**

japan

*De Japanse overheid tracht via bestedings-politiek de economie te stimuleren. Renteverhogingen kunnen derhalve leiden tot ernstige schuldaccumulatie.*

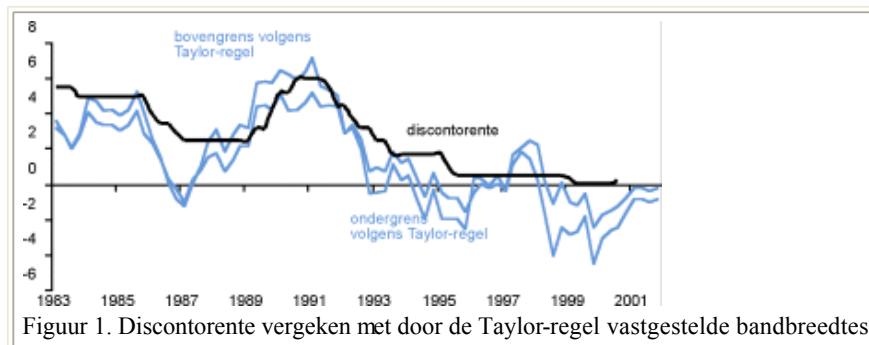
**De Bank of Japan (BoJ) is in augustus met een verhoging van de daggeldrente afgestapt van haar *zero rate policy*. Deze rentestap heeft de controverse tussen de verschillende beleidsmakers in Japan flink aangewakkerd. Centrale bank-president Hayami wil beëindiging van het nul procent rentebeleid om de private sector aan te moedigen vaart te maken met herstructureringen. Daarentegen pleit de Japanse politiek vanwege de nog altijd zwakke economische positie voor een blijvend lage rente. De regering-Mori heeft direct na de rentemaatregel nieuwe uitgavenprogramma's aangekondigd, bovenop de 130 miljard dollar aan stimulering van de afgelopen jaren.**

In dit artikel wordt bekeken of het aangepaste korte renteniveau in strijd is met de economische *fundamentals*. We betogen dat de combinatie van expansief budgettair en verkrappend monetair beleid grote risico's met zich meebrengt voor de schuldsituatie van de Japanse overheid.

### Rente volgens de regels

De Taylor-regel geeft aan wat het verband is tussen de inflatie- en groeiontwikkeling en het rentebeleid. Volgens de Taylor-regel is de korte rente afhankelijk van de *output gap*, de feitelijke groei min de houdbare groei, en de *inflation gap*, de feitelijke inflatie min de inflatiedoelstelling. Wanneer de feitelijke groei de houdbare groei overtreft en wanneer de feitelijke inflatie boven de inflatiedoelstelling ligt, zal de officiële rente worden verhoogd om de ongewenste situatie tegen te gaan. Met betrekking tot het potentieel groeitempo is gekozen voor een langjarig gemiddelde sinds 1983: 2,7 procent. De BoJ kent geen inflatie-doelstellingen waardoor ook met betrekking tot deze variabele is gekozen voor het gemiddelde over dezelfde periode. Dat komt uit op 1,4 procent.

In [figuur 1](#) is voor de extremen van de gewichten aangegeven binnen welke bandbreedte de rente volgens de Taylor-regel valt. Deze is vergeleken met de feitelijke, officiële rente. [figuur 1](#) geeft aan dat de Taylor-regel het niveau van de feitelijke discontorente vaak onderschat. De *richting* van de rente wordt wel grotendeels goed aangegeven. Er zijn grofweg twee uitzonderingen: de jaren 1987-1988 en de periode na 1995.



Figuur 1. Discontorente vergeken met door de Taylor-regel vastgestelde bandbreedtes

Na 1987 trok de inflatie weliswaar sterk aan, waardoor ook de Taylor-regel op een renteverhoging kwam te staan, maar pas eind 1988 kwam de inflatie boven het langjarig gemiddelde. Vanaf dat moment ook ging de BoJ over tot een reeks renteverhogingen.

Rond 1997 ontstond er een 'inflatiehobbel' die naast de verzwakking van de yen vooral werd veroorzaakt door de slecht getimede verhoging van het btw-tarief in april 1997. Hoewel de inflatie hierdoor sterk opliep, gaf het eenmalige karakter van de overheidsmaatregel geen reden tot aanpassing van de rente.

Ook na 1998 voorspelt de Taylor-regel de richting van het disconto niet goed. De officiële rente kon vanwege het reeds lage niveau niet

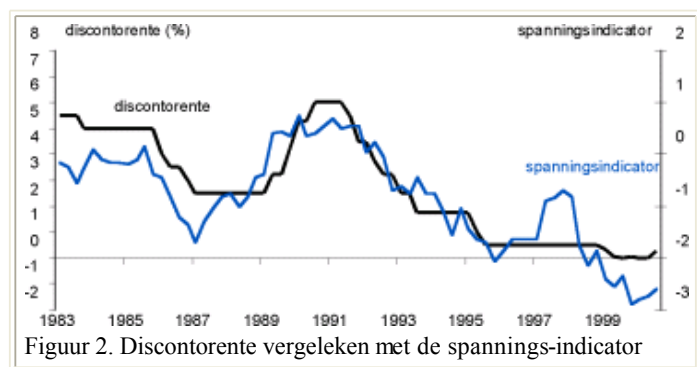
verder worden verlaagd, terwijl de Taylor-regel daar wel om vroeg. Wel werd de daggeldrente door het genereuze beleid van de BoJ naar nihil gebracht, vandaar *zero rate policy*. Dat betekent dat het huidige, nog steeds ruime, monetaire beleid in lijn ligt met de groei- en inflatieontwikkeling.

Wat zijn de verwachtingen voor groei en inflatie voor de komende periode? De consensusmening in september ging uit van 1,9 procent groei in dit en 2,0 procent voor volgend jaar, bij een inflatie van respectievelijk -0,5 procent en -0,1 procent. Gezien de ontwikkelingen van de laatste maanden (herstel industriële productie, aantrekkende bedrijfswinsten, verbeterde investeringsplannen) liggen deze groeiramingen aan de lage kant. Uitgaande van een groei van circa 2,5 procent dit jaar, blijft de Taylor-regel echter onverminderd op een zo ruim mogelijk monetair beleid wijzen. Met een verder aantrekkende groei volgend jaar is wel een verhoging van de officiële rentetarieven te verwachten (zie [figuur 1](#)).

### De spanningsindicator

Niet alleen de Taylor-regel zegt dat de Japanse rente voorlopig nog zo laag mogelijk moet blijven. Ook de spanningsindicator wijst hierop. Deze eenvoudige indicator geeft door middel van de inflatie- en werkloosheidsontwikkeling aan wanneer de spanning in een economie toe- of afneemt. De gedachte daarbij is dat een afnemende werkloosheidsvoet vroeg of laat tot oplopende loon- en prijsstijgingen zal leiden en zo een verklaring biedt voor het verloop van de discontovoet.

[figuur 2](#) toont de spannings-indicator en de discontorente vanaf 1983. De voor Japanse begrippen vrij sterke reeks aan renteverhogingen rond 1991 suggereert dat het negeren van de Taylor-regel en de spanningsindicator door de BoJ vanaf 1987 een foute beslissing is geweest, waardoor de centrale bank achter de feiten aan ging lopen.



In 1997 is de btw-verhoging net als in de Taylor-regel duidelijk terug te zien in de indicator. Voor 1999 en 2000 is er volgens de indicator maar één juist monetair beleid te voeren: zo ruim mogelijk. Net als de Taylor-regel wijst dus ook de spanningsindicator erop dat de BoJ erop basis van economische *fundamentals* goed aan doet de officiële tarieven voorlopig zo laag mogelijk te houden.

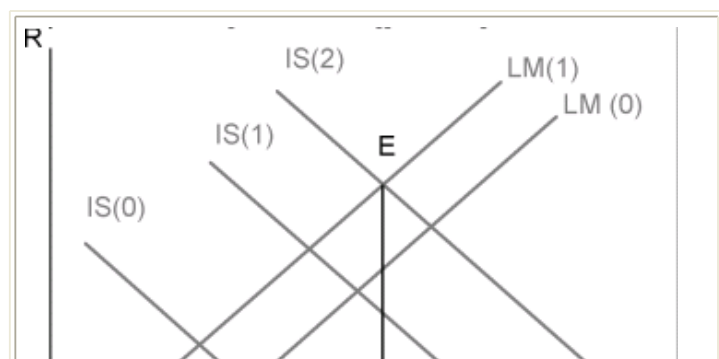
### Fiscaal beleid expansief

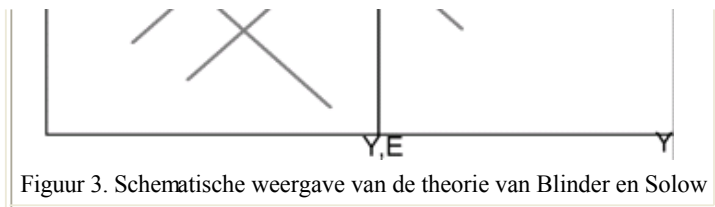
Dit klinkt de Japanse politiek als muziek in de oren. De politiek staat echter alleen budgettair beleid ter beschikking. Japan financiert het stimuleren van de economie voornamelijk middels schuldopname. Vooral na het bevriezen van de hervormingswet voor de overheidsfinanciën in 1998 is schuldfinanciering tot recordhoogte gestegen. Door de verschillende budgettaire stimuleringspakketten is de schuld in het afgelopen decennium volgens OESO-definitie verdubbeld tot 113 procent van het bbp.

### Schuldcreatie in theorie

Met de variant van Blinder en Solow op het IS-LM model zijn de gevolgen van de beleidsmix in Japan te analyseren <sup>1</sup>. Het basis-model beschrijft gelijktijdig evenwicht op de goederenmarkten en geldmarkten, waarbij Blinder en Solow welvaartseffecten toevoegen die optreden in consumptie en geldvraag als reactie op financiering door de overheid <sup>2</sup>.

[figuur 3](#) is een schematische weergave van de theorie van Blinder en Solow. In een situatie van schuldgefinancierde overheidsuitgaven (bijvoorbeeld door publieke uitgifte van obligatie-leningen) verschuift de IS(0) curve naar IS(1). Volgens het model creëert het plaatsen van de obligaties bij het publiek een welvaartseffect, waardoor consumptie en daarmee productie toenemen (IS(1) curve verschuift naar IS(2)). Maar ook de geldvraag neemt toe (LM(0) curve verschuift naar LM(1)), de rente stijgt en zet de productie onder druk door de particuliere bestedingen en de bedrijvigheid af te remmen - het monetaire effect. Voorwaarde voor effectief beleid is derhalve dat het welvaartseffect op consumptie groter is dan het monetaire effect.





Figuur 3. Schematische weergave van de theorie van Blinder en Solow

Schuldcreatie brengt, in tegenstelling tot monetaire financiering, rentelasten met zich mee. Behalve de uitgavenimpuls moeten deze rentelasten eveneens gedekt worden door stijgende belastinginkomsten. Indien het positieve effect op de economie daarvoor groot genoeg is, kan schuldcreatie als een stabiele financieringsvorm beschouwd worden en komt de economie tot evenwicht in punt e. Als het lange termijn-effect op de economie echter onvoldoende is om de rentelasten terug te verdienen, kan stimulering middels schuldcreatie tot een voortdurende accumulatie van schuld leiden. Het aanbod van obligaties doet dan de rente verder stijgen, waardoor productie en belastinginkomsten afnemen. Dit scenario leidt tot een inzakkende kapitaalmarkt en een schuldencrisis bij de overheid.

### Stabiliteit nieuw beleid

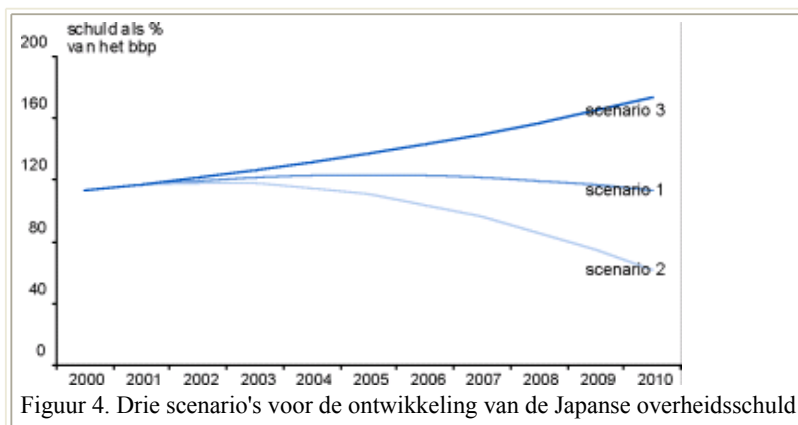
Het monetaire effect van de publieke uitgaven in Japan gaat vooralsnog van de overheid uit, aangezien de particuliere sector nog niet reageert met een grotere geldvraag. Om een aantal redenen zal de overheid de komende jaren minder makkelijk en tegen hogere rentes moeten lenen. De traditionele kapitaalverschaffers, zoals overheidsfondsen, hebben vanaf dit jaar grotere vrijheid gekregen om te beleggen, waardoor de overheid de komende jaren in toenemende mate aangewezen is op de publieke emissiemarkt. Daar zal de overheid met een stijgende kapitaalmarktrente geconfronteerd worden, aangezien de bodem in de rentecyclus is gepasseerd en de BoJ de gevolgen van de fiscale impulsen voor de geldvraag in mindere mate accommodeert. Het lager inschatten van de schuld kwaliteit door kredietbeoordelende instituten bemoedigt de marktomstandigheden verder.

Gezien de ongunstige monetaire effecten is het voor Japan van groot belang dat de schuldcreatie voldoende welvaartseffecten in de effectieve vraag creëert, wil het beleid niet tot financiële instabiliteit leiden. De welvaartseffecten zijn afhankelijk van de mate waarin de schuldtitels in bezit van de particuliere sector komen en de mogelijkheden tot omzetting ervan in bestedingen. Dit is echter twijfelachtig. Het grootste deel van de schuldtitels is in handen van overheidsinstellingen, waardoor geplaatste obligaties niet of nauwelijks welvaartseffecten bij het publiek creëren. De fiscale stimulansen zijn vooral gericht op niet-productieve investeringen in de bouwsector. De starheid van diensten- en goederenmarkten en de financiële problemen bij banken en bedrijven tenslotte vormen obstakels voor economische dynamiek.

Deze punten verklaren dat de stimuleringsprogramma's niet tot een krachtige stijging van de particuliere vraag hebben geleid en bevestigen dat welvaartseffecten onvoldoende zijn. Niettemin wordt de noodzaak tot welvaartseffecten de komende jaren steeds belangrijker omdat de rentelasten van de overheid zullen stijgen. Alles wijst er dus op dat Japan niet voldoet aan de voorwaarden voor stabiele schuld financiering. Een verder olopende schuld is volgens bovenstaand model dan onvermijdelijk.

### Toekomstige scenario's

Of de bestaande instabiele schuldsituatie ook in een financiële crisis zal uitmonden, hangt af van een aantal factoren, zoals ontwikkelingen in de groei van het bbp, rente, overheidstekorten en het vertrouwen in de economie. Op basis van een eenvoudige relatie tussen macro-economische grootheden hebben we een aantal scenario's doorgerekend (zie [figuur 4](#))<sup>3</sup>.



Figuur 4. Drie scenario's voor de ontwikkeling van de Japanse overheidsschuld

Wil Japan het huidige schuld-niveau stabiliseren (scenario 1 in [figuur 4](#)), dan zijn de komende jaren drastische ombuigingen nodig, ook als er welvaartseffecten optreden. Bij het huidige rentepeil van twee procent en een trendmatige bbp-groei<sup>4</sup> is een jaarlijkse reductie van 0,8 procent van het bbp van het primaire overheidstekort vereist om te komen tot een benodigd surplus en een onveranderde schuld ratio. Inclusief een monetair effect, bijvoorbeeld een stijging van de lange rente tot het gemiddelde niveau van de afgelopen tien jaar (vier procent), is een cumulatieve ombuiging van veertien procent van het bbp nodig. Nog groter worden de vereiste besparingen indien voor de schuldquote de EMU-norm (zestig procent van het bbp, scenario 2) wordt aangehouden. Dan zou de komende tien jaar maar liefst twintig procent van het bbp omgebogen moeten worden.

### Schuldexplosie

Wordt het huidige stimuleringsbeleid op dezelfde voet voortgezet, dan is het scenario van een schuldexplosie niet denkbeeldig. Met inachtneming van de zojuist veronderstelde rentestijging zal de overheidsschuld dan oplopen richting 175 procent van het bbp over tien

jaar (scenario 3). Daarbij laten we de negatieve vertrouwenseffecten nog buiten beschouwing. Waarschijnlijk zullen ook de monetaire effecten ongunstiger uitpakken, vanwege een stijgende risicopremie op overheidsleningen. Beide effecten dreigen tot een onbeheersbare schuldaccumulatie te leiden, waardoor de economie in een recessie raakt en de obligatiemarkt inzakt. Dit zal grote gevolgen hebben voor de banken, die veel obligaties in de boeken hebben. Het opdrogen van financieringsmogelijkheden voor de overheid zal ook externe gevolgen hebben, zoals kapitaaluitstroom en depreciatie van de yen.

## Conclusies

De recente renteverhoging door de BoJ lijkt voorbarig. Het lijkt er echter op dat de BoJ meer verantwoordelijkheid wil nemen in de structurele gezondmaking van de economie, daar waar de Japanse politiek het nog steeds laat afweten. Zo wordt met een hogere rente herstructurering bij bedrijven en het meer marktconforme opereren van het bankwezen afgedwongen. Zolang bedrijven vrijwel kosteloos geld kunnen lenen, is de noodzaak tot het doorvoeren van harde maatregelen minder sterk.

Om het rentewapen werkelijk te laten bijdragen aan het creëren van voorwaarden voor welvaartseffecten in de particuliere sector, zouden meerdere rentestappen nodig zijn. Het is echter de vraag of het nog zwakke Japanse gestel dit kan dragen. Bovendien maakt het vooruitzicht van een hogere rente de komende jaren forse ombuigingen in de overheidsfinanciën dringend noodzakelijk. Voor een langer doormoderende overheid dreigt het rentewapen als zwaard van Damocles

---

1 A.S. Blinder en R.M. Solow, Does fiscal policy matter?, *Journal of Monetary Economics*, november 1973, blz. 319-337.

2 Deze theorie heeft andere uitgangspunten dan de Ricardiaanse equivalentietheorie, die ervan uitgaat dat de vraag en de productie op termijn niet beïnvloed worden door de financieringswijze van de overheid, aangezien schuld en belastingen equivalent zijn. Aan zowel de theorie van Ricardo als Blinder en Solow kleven theoretische en empirische bezwaren. Niettemin helpt het model van Blinder en Solow ons de situatie in Japan inzichtelijk te maken omdat de relatie wordt beschreven tussen de effectiviteit van de fiscale expansie en de wijze van financiering, terwijl we eveneens een indicatie van de stabiliteit van het beleid krijgen.

3 De scenario's zijn gebaseerd op een vergelijking die de dynamiek in de overheidsschuld weergeeft:  $bt = dt + (1 + r) / (1 + g)bt - 1$ , waarbij  $b$  de schuld/bbp ratio is,  $d$  het primaire overheidssaldo,  $r$  de nominale rente en  $g$  de nominale groei van het bbp. Zie OESO, *Economic surveys*, 1999, blz. 238, voetnoot 119.

4 Als trendmatige nominale bbp-groei is het langjarig gemiddelde (3,7 procent) plus een welvaartseffect van 1 procentpunt per jaar verondersteld.