

# Vermogensgroei vergt vakmanschap van centrale bankiers

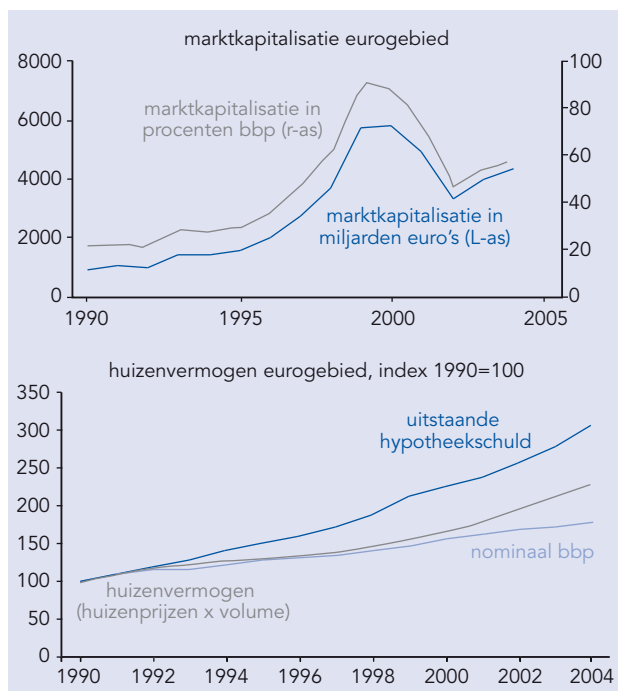
M.F.C.M. Hendriks en C.A. Ullersma

Beide auteurs zijn verbonden aan de Nederlandsche Bank, divisie Monetair en Economisch Beleid. [c.a.ullersma@dnb.nl](mailto:c.a.ullersma@dnb.nl)

De huizenmarkt en andere vermogensmarkten zijn nu veel bepalender voor economische groei en inflatie dan tien jaar geleden. Daarom moeten centrale banken expliciet rekening houden met vermogensprijzen.

De economische geschiedenis kenmerkt zich door de opbouw van steeds meer vermogen. In de laatste tien jaar zijn de Europese aandelenkoersen en huizenprijzen bijzonder hard gegroeid (figuur 1). Het Europese vermogen is toegenomen dankzij de hoge technologische groei en de daling van de kapitaalmarktrente van ruim acht procent in begin jaren negentig tot circa vier procent nu.<sup>1</sup> De nominale rente is structureel gedaald dankzij een lagere inflatiecompensatie en inflatierisicopremie. Door de verankering van de inflatie op een laag en stabiel niveau is het verband van de traditionele Phillipscurve, waarbij hogere economische groei op korte termijn gepaard gaat met hogere inflatie, nauwelijks meer waarneembaar (figuur 2). De lage en stabiele inflatie komt voor een deel op het conto van groter vertrouwen in het

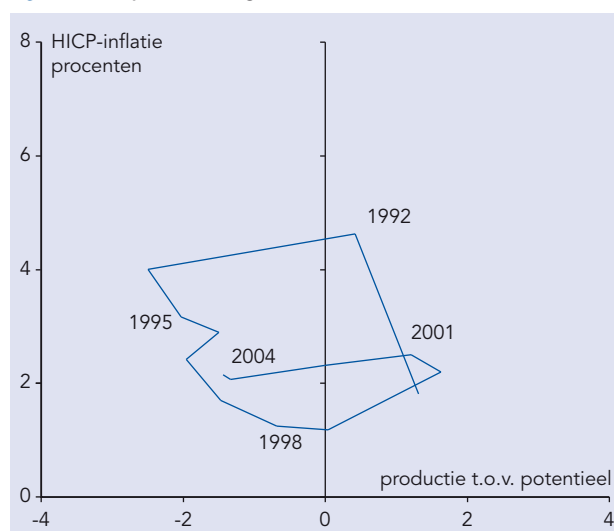
Figuur 1. Vermogensmarkten eurogebied



Bron: ECB

<sup>1</sup> Een lagere rentestand impliceert een lagere rendementseis, omdat goedkopere financiering beschikbaar is. De lagere rendementseis drijft de waarde van het reeds beschikbare vermogen op.

Figuur 2. Phillipscurve eurogebied



Bron: OESO

handhaven van prijsstabiliteit door centrale banken, maar is ook te danken aan de toegenomen internationale prijsconcurrentie, vooral door de opkomst van lage-lonenlanden als China en India.

Naast de omvang van het vermogen zijn in het afgelopen decennium ook de gebruiksmogelijkheden ervan toegenomen. Als gevolg van financiële liberalisatie is het bijvoorbeeld mogelijk geworden de overwaarde van een huis te verzilveren. Een ander voorbeeld is dat banken steeds meer hypotheekleningen securitiseren, dat wil zeggen dat deze leningen als verhandelbare activa worden verkocht aan marktpartijen. Daardoor kunnen de banken hun balanspositie verbeteren en zijn ze in staat om nieuwe en goedkopere kredietverlening aan te bieden. De keerzijde van een economie waar het vermogen stijgt en op grotere schaal liquide wordt gemaakt, is dat de schulden ook toenemen als percentage van het bruto binnenlandse product (bbp). De bruto schuld van huishoudens liep in het eurogebied op van circa 43 procent van het bbp medio jaren negentig tot ongeveer 56 procent van het bbp nu. De uitstaande bedrijfs-schuld liep over dezelfde periode op tot circa 62 procent van het bbp. De toename van schuld als percentage van het bbp maakt een economie kwetsbaarder.

## Gevaar van booms en busts

De nieuwe omgeving met lage inflatie en rente lijkt een paradijs voor centrale bankiers. Maar schijn bedriegt. De gewijzigde omstandigheden vragen om (nog) meer vakmanschap van monetaire beleidsmakers. Ten eerste zijn de transmissiekanalen van het monetaire beleid naar de reële economie veranderd. Zo is de monetaire transmissie via het vermogenskanaal belangrijker geworden. Een renteverlaging leidt namelijk tot hogere vermogensprijzen, die in een situatie met hoge initiële vermogens in hogere bestedingen uitmonden. Daarnaast leidt een renteverlaging tegenwoordig tot herfinanciering van kortlopende hypotheekschulden, wat de bestedingen ook bevordert. Daarentegen is het rechtstreekse effect van een renteverlaging op de lange rente afgenomen. De lange rente is de relevante vermogenskostenvoet voor belangrijke bestedingscategorieën zoals investeringen. Bij een lage korte rente (de monetaire beleidsrente in het eurogebied is momenteel 2%) zal een verdere renteverlaging de verwachtingen over de toekomstige korte-renteniveaus, waarvan de lange rente is afgeleid, maar weinig beïnvloeden. De rente kan immers niet negatief worden en de ruimte om te verlagen is daardoor beperkt. Bij een laag renteniveau heeft een verdere renteverlaging ook maar een beperkt effect, omdat de vermogenskostenvoet in dat geval voor een relatief groot deel bestaat uit vaste kosten, zoals provisiekosten.

## Onevenwichtigheden

Ten tweede kunnen zich financiële onevenwichtigheden opbouwen. De langdurig lage rente gaat namelijk gepaard met een stijging van de geldhoeveelheid. Voor zover deze ruime monetaire verhoudingen zich niet uiten in consumentenprijsinflatie kunnen zij zich in vermogensprijsinflatie manifesteren (Borio & Lowe, 2002). Daarbij is het bijzonder moeilijk te beoordelen in welke mate hoge aandelenkoersen en huizenprijzen houdbaar zijn. Als de stijging van deze vermogensprijzen gebaseerd is op te lage renteverwachtingen of overoptimisme van beleggers is ze onevenwichtig en zal een correctie uiteindelijk onvermijdelijk blijken. De correctie kan schoksgewijs zijn. De gevolgen van een daling van het vermogen kunnen vooral omvangrijk zijn, doordat de schuldverplichtingen op het oude niveau blijven.

In het ergste geval komen banken in de problemen en stellen zij ook voor gezonde investeringsprojecten geen financiering meer beschikbaar (*credit crunch*). Een illustratie daarvan is Japan in de jaren negentig, waar men na het ineensstorten van de vermogensmarkten te kampen had met een noodlijdend bankwezen. Dit heeft het herstel van de Japanse economie langdurig belemmerd. Een ander voorbeeld waarbij bewegingen in vermogensprijzen de bestedingen beïnvloedden is het uiteenspatten van de wereldwijde zeepbel op de aandelenmarkt medio 2000. Hierdoor ging in het eurogebied naar schatting dertig procent van het bbp aan belegd vermogen verloren. In Nederland hebben de uitbundige groei van de huizenmarkt in de tweede helft van de jaren negentig en de daarop volgende afkoeling de uitslagen van de conjunctuurgolf groter gemaakt (Hebbink, 2005).

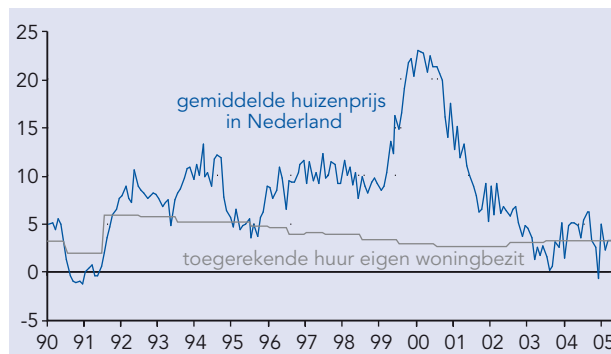
## Huizenprijzen en aandelenkoersen in de prijsindex

Omdat vermogensprijsinflatie of -deflatie de allocatie van middelen en de macro-economische stabiliteit kan onder-

mijnen, verbaast het wellicht dat inflatiemaatstaven voor het monetaire beleid doorgaans geen rekening houden met vermogensprijzen. Dit geldt ook voor de HICP-maatstaf voor consumentenprijsinflatie, die de ECB hanteert voor haar monetaire beleid. Wij bespreken alleen de mogelijkheid huizenprijzen op te nemen in de consumentenprijsindex, omdat vooral de huizenmarkt belangrijk is voor de bestedingen. Het huizenvermogen in het eurogebied is namelijk naar schatting zes keer zo hoog als het in aandelen neergeslagen vermogen. Bovendien is het huizenvermogen veel gelijkmatiger over verschillende bevolkingsgroepen verdeeld, terwijl het aandelenbezit geconcentreerd is bij hogere inkomensgroepen die een relatief laag percentage van hun inkomensgroei besteden. Detken en Smets (2004) laten zien dat een *bust* op de huizenmarkt doorgaans ernstigere gevolgen heeft dan een bust op de aandelenmarkt: er is een grotere kans op een lang aanhoudende recessie. Er is ook iets voor te zeggen huizenprijzen in de consumentenprijsindex te incorporeren, omdat huishoudingen een aanzienlijk deel van hun inkomen besteden aan wonen, of zij nu wonen in een huur- of een koophuis.

De Nederlandse consumentenprijsindex (CPI) van het CBS houdt, anders dan de Europese HICP, wél rekening met de woonlasten van huiseigenaren. Het CBS benadert de woonlasten van huiseigenaren met de huurwaardemethode, waarbij aan koopwoningen een fictieve huur wordt toegerekend. De huurwaarde eigen woning heeft een gewicht van 9,1% in de CPI. Toch wordt de Nederlandse CPI nauwelijks beïnvloed door de huizenmarkt, aangezien de fictieve huur gebaseerd wordt op de sterk gereguleerde huurmarkt (figuur 3). Ook andere methoden om rekening te houden met de woonlasten, kennen bezwaren. Eurostat, het Europese statistische bureau, werkt aan het verhelpen van de omissie van de woonlasten van eigen-woningbezitters in de HICP. Men neigt ernaar de zogeheten *net acquisition*-benadering te kiezen. Hierbij wordt de aanschaf van een huis op dezelfde manier verwerkt als de aanschaf van een duurzaam consumptiegoed, zoals een auto. Een huis (alleen nieuwbouw) wordt namelijk geacht betaald en geconsumeerd te zijn op het moment van aanschaf. Het voordeel van deze methode is dat huizenprijzen directer doorwerken in de prijsindex dan in geval van de huurwaardemethode. Een nadeel is dat aldus niet de beste benadering van de kosten van levensonderhoud wordt bereikt en dat de prijsindex volatieler wordt. Welke benadering men ook kiest, het gevaar blijft bestaan dat zeepbellen op financiële markten tot ontwikkeling komen die de economie eerst kunstmatig opjagen en daarna

Figuur 3. Toegerekende huur eigen woning in Nederlandse CPI en huizenprijzen, procentuele jaarmutaties



Bron: CBS

tot een ernstige recessie en neerwaartse druk op de inflatie kunnen leiden. Hierdoor wordt de micro-economische allocatie van middelen en de koopkracht van burgers geschaad. Het doel van prijsstabiliteit, gemeten als consumentenprijsinflatie beneden, maar vlakbij 2% op middellange termijn, kan in het geding komen.

## Vermogensgroei en de monetaire analyse van de ECB

*Het monetaire beleid van de ECB kent een prominente rol toe aan de geldhoeveelheid. De analyse van geld- en kredietaggregaten wordt ook beïnvloed door de toegenomen rol van vermogen. Zo kan de aanhoudend hoge geldgroei sinds 2001 (gemiddeld 6,8% M3-groei tegen een referentiewaarde van 4,5%) voor een deel worden toegeschreven aan een sterke stijging van vermogensprijzen. De vraag naar geld is gestimuleerd door de bloei van de huizenmarkt. Die ging immers gepaard met een sterke groei van hypotheekleningen, onder andere dankzij verzilvering van overwaarde. Vermogensgroei leidt in het algemeen tot extra geldvraag, doordat beleggers de risicograad van hun portefeuille willen beperken door het aanhouden van meer liquide middelen als de risicovolle componenten toenemen dankzij de stijging van de vermogensprijzen. Zo blijft de risico-rendementsverhouding op het gewenste peil. Verder leidt vermogensgroei tot hogere geldgroei, omdat de handel in financiële producten transactiekassen vereist. De kosten van het aanhouden van kassen zijn laag in een klimaat met lage rentes. In ECB-verband wordt onderzoek gedaan naar deze relaties (ECB, 2004).*

## Invloed op het monetaire beleid

Gezien het grote belang van vermogensmarkten voor de huidige economie kan de centrale bank niet voorbij gaan aan een grondige analyse van de vermogensmarkten. De analyse van deze markten is gecompliceerd, vooral het vaststellen van onevenwichtigheden in de prijsvorming. Niemand zal echter willen ontkennen dat eind jaren negentig een grote kans bestond op overwaardering van ict-aandelen. Bij de beoordeling van vermogensprijzen maakt de ECB een zorgvuldige vergelijking van de ontwikkelingen in de reële en de monetair-financiële sfeer. Indien deze *cross-check* bijvoorbeeld uitwijst dat de kredietverlening aan het bedrijfsleven (monetaire analyse) sterk stijgt in verhouding tot het niveau van de investeringen (reële analyse) is dat reden tot zorg. In het tekstkader gaan we kort in op de invloed van vermogen op de analyse van geld- en kredietaggregaten door de ECB.

Voor een centrale bank is het van groot belang te vermijden dat verkeerde percepties over het monetaire beleid zeepbellen op vermogensmarkten voeden. Als een laag niveau van de monetaire beleidsrente ten onrechte als blijvend wordt gepercipieerd en als de risicopremies in de rente te laag zijn wegens overdreven vertrouwen in macro-economische stabiliteit, zal de centrale bank haar communicatiebeleid aanpassen. Ze zal uitleggen dat lage rentestanden en risicopremies geen blijvende fenomenen zijn. In geval van aanwijzingen voor overwaardering op vermogensmarkten kan een centrale bank ervoor kiezen de rente iets hoger vast te stellen dan zij anders zou doen om zoveel mogelijk tegen te gaan dat ze een zeepbel verder opblaast. Het

gevolg kan zijn dat de productie gedurende enige tijd iets lager komt te liggen dan het geval zou zijn wanneer de centrale bank geen afzonderlijke aandacht aan vermogensprijzen besteedt. Door zulk beleid wordt tegengegaan dat zich in de toekomst hoge kosten voordoen die gepaard gaan met financiële crisisverschijnselen. Een dergelijk beleid sluit het ontstaan van zeepbellen weliswaar niet uit, maar voorkomt in elk geval dat monetair beleid ze uitlokt. ■

Maarten Hendriks en Cees Ullersma

## Literatuur

- Borio, C. & P. Lowe (2002) *Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus*. Mimeo, Bazel: Bank for International Settlements.
- Detken, C & F. Smets (2004) *Asset price booms and monetary policy*. ECB Working paper, 364.
- ECB (2004) *Monetary analysis in real time*. Maandlijks Bulletin, Oktober, Frankfurt.
- Hebbink, G.E. (2005) Vermogen en conjunctuur. *ESB*, 4 november, 485-487.