

De effectiviteit van de rentepolitiek van de FED en de ECB

De roep om renteverlagingen als het economisch wat minder gaat, vindt bij de ECB in het algemeen weinig gehoor. Slechts als de economie zodanig dreigt te stagneren dat ook de inflatieverwachting sterk afneemt, komt de ECB in actie. Dit staat in scherp contrast met het beleid van de FED. De verschillen in doelstellingen hebben ook op de effectiviteit van het beleid veel invloed. Bij een meervoudige doelstelling kunnen er contrasterende doelstellingen ontstaan, waardoor de effectiviteit verloren gaat.

De monetaire beleidsstrategie van de ECB bestaat uit drie elementen: een kwantitatieve doelstelling van prijsstabiliteit, ofwel een inflatie lager dan ongeveer twee procent, en twee pijlers om dit doel te bereiken: de groei van de geldhoeveelheid en een brede beoordeling van de vooruitzichten voor de prijsontwikkeling (inflatieverwachting) en voor de risico's voor de prijsstabiliteit. De FED hanteert een meervoudige beleidsdoelstelling, waar naast het algemeen prijspeil ook zeer nadrukkelijk het niveau van de economische groei bij hoort. In bijzondere gevallen waren de *Bundesbank* en de ECB overigens steeds samen met de FED bereid de rente te verlagen. Voorbeelden zijn de krach van 1987, de Azië-crisis, de aanslagen op 9/11 en meer recent de kredietcrisis. Het feit, dat de FED een actievere rentepolitiek voert, komt waarschijnlijk ook voort uit de mate waarin het bedrijfsleven reageert op veranderingen in de rente. Zowel het bedrijfsleven als de consumenten maken in de Verenigde Staten meer gebruik van kredieten dan in Europa. Weliswaar neemt het gebruik van vreemd vermogen ook in Europa toe, maar de markt voor bedrijfsobligaties is in de Verenigde Staten verder ontwikkeld en heeft een langere historie (Jentzsch en Rientra, 2006). In de Verenigde Staten is de dienstverlenende sector sterker ontwikkeld dan in Duitsland, waar de economie sterk steunt op een op de export gerichte industriële sector (29,1 procent van het bbp). In de Verenigde Staten bedraagt dit laatste cijfer 20,4 procent van het bbp (CIA, 2008). Relatief gezien is de Duitse industriële sector dus bijna vijftig procent groter. De toetsing van het beleid moet zich richten op de vraag hoe alert de Centrale Banken zijn als inflatie de kop opsteekt en vervolgens of de economische groei reageert op het monetaire beleid van de Centrale Banken.

In figuur 1 wordt een relatie gelegd tussen de officiële rente in de Verenigde Staten met een vertraging van vier kwartalen en de reële groei van het bruto binnenlands product. De samenhang tussen beide

grootheden is sterk negatief bij het hanteren van een vertraging in de FED *Target Rate*. De economische groei veert namelijk vier kwartalen na een renteverlaging op in deze periode van bijna vijftig jaar. Dit is een langetermijnrelatie, die optisch recent wat aan kracht inboet. Gezien de huidige hoogte van de rente in de Verenigde Staten (onder de drie procent) in vergelijking met die begin jaren tachtig (rond de achttien procent) is dit overigens niet zo vreemd. Een halvering in het laatste geval heeft een veel grotere impact dan bij een zeer lage rente. De rente is dus een sterk middel om de economie weer vlot te krijgen. Omdat de ECB gemodelleerd is naar het voorbeeld van de Bundesbank kan de gehele eurozone met Duitsland vergeleken worden. De gezochte samenhang is in de jaren zeventig en tachtig terug te vinden, zij het minder sterk. Vanaf 1990 verdwijnt deze geheel. Het inzakken van de groei na de Duitse hereniging is hier waarschijnlijk vooral debet aan. Voor de eurozone is de relatie met de inflatie het meest interessant. Helaas bestaat er geen relevante inflatieverwachting voor de onderzoeksperiode, waardoor de feitelijke inflatie is gebruikt. Allereerst is voor de inflatie die van de eurozone genomen, maar de resultaten waren veel minder significant dan bij de Duitse inflatie. De monetaire politiek van de ECB paste ook minder bij de hoge groei- en inflatielanden als Spanje, Ierland en Finland dan bij Duitsland, de grootste economie. Hoewel de samenhang zeer groot lijkt, is er geen constante opslag boven het inflatieniveau. Deze opslag varieert namelijk van 4,9 procent in het vierde kwartaal van 1992 tot -0,1 procent in het vierde kwartaal van 2004, een verschil van vijf procentpunt. De ECB muteert de rente, zo blijkt uit figuur 2, in het algemeen enige tijd nadat de inflatietrend zich heeft gewijzigd. Dit valt vooral bij stijgingen van de inflatie waar te nemen.

Historische toetsing effectiviteit van het monetaire beleid.

Enkele eenvoudige statistische technieken zoals regressie-analyse kunnen vooral de effectiviteit van het monetaire beleid nader kwantificeren. Hier is de periode van eind 1989 tot heden met 76 kwartaalwaarnemingen genomen. De periode dat de ECB bestaat is te kort voor analysedoeleinden met kwartaalwaarnemingen. Tabel 1 geeft de invloed van de hoogte van de officiële rente op de economische groei. Volgens tabel 1 neemt de groei in de Verenigde Staten met een half procent toe na een renteverlaging van een procent met een vertraging van drie kwartalen. Bij deze vertraging werd de

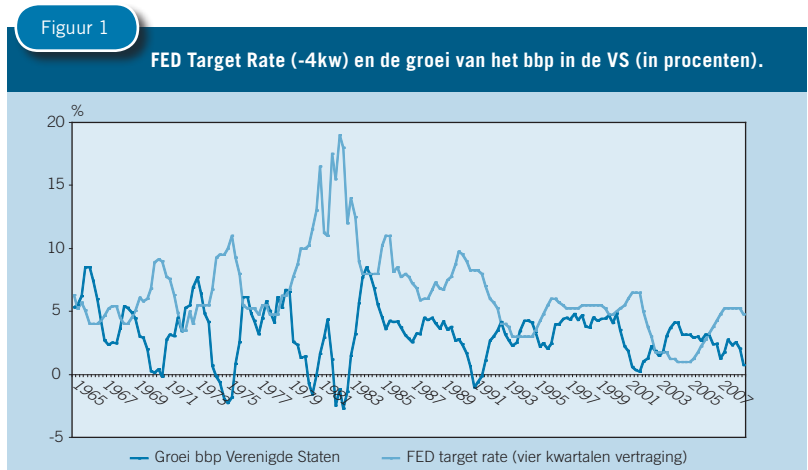
CEES PRINS

Oud-hoofd strategie en beleggingsresearch bij Delta Lloyd Asset Management

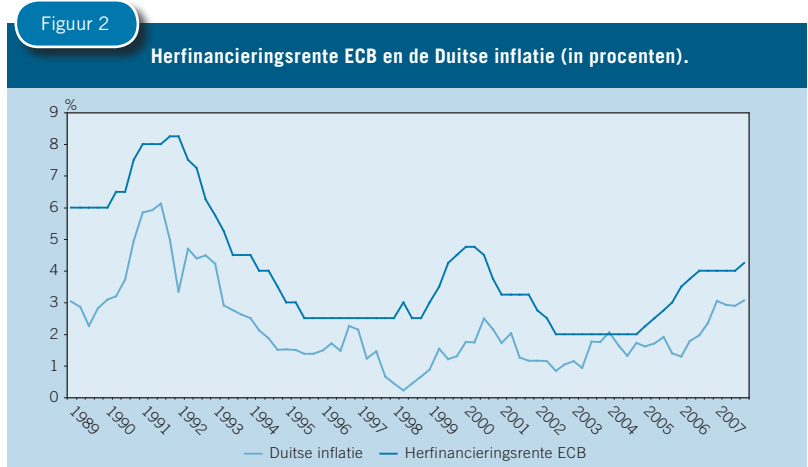
hoogste samenhang gevonden. Deze uitkomst is indicatief, omdat er geen poging is gedaan om een compleet model te maken met meerdere variabelen. De samenhang is voor Duitsland niet significant en heeft zelfs het verkeerde teken. Dit is ook het geval als voor de Bundesbank en de ECB dummyvariabelen worden gebruikt. Het feit, dat de Amerikaanse economie dus rentegevoeliger is, komt waarschijnlijk vooral door de omvangrijke dienstensector van bijna tachtig procent van het bbp met een dominante financiële sector. De Amerikaanse economie is ook veel meer gesloten, waardoor een maatregel van de FED beter aanslaat en niet naar het buitenland weglekt. De Duitse economie met zijn omvangrijke industriële sector heeft een sterk open karakter en is in hoge mate gericht op de export. De Duitse industrie zou wellicht meer baat hebben van een stimulerende monetaire politiek. Door de enkelvoudige doelstelling van de ECB is het een wijdverbreide mening dat de ECB eerder dan de FED in actie komt bij het toenemen van de inflatie. De FED kijkt namelijk tevens naar de economische groei en bijvoorbeeld de werkgelegenheid. Tabel 2 brengt de alertheid van de Centrale Banken op dit punt in beeld via de relatie tussen de groei van de inflatie en de mutatie in de officiële rente. De aanwezigheid van unit-roots in de inflatiecijfers maakte het werken in eerste verschillen noodzakelijk. Er is in beide landen gezocht naar een relatie tussen de inflatie en de hoogte van de officiële rente. Voor de Verenigde Staten kon deze samenhang niet worden vastgesteld. Met betrekking tot de Duitse inflatie lijkt de ECB dus een ander beleid dan de FED te voeren. Het gevonden resultaat is een indicatie dat de ECB harder ingrijpt. Veranderingen in de inflatie leiden voor Duitsland dan wel voor de hele eurozone tot een meetbare reactie van de Bundesbank respectievelijk van de ECB. Voor de Verenigde Staten was dit niet met voldoende zekerheid vast te stellen, omdat ook de economische groei en werkgelegenheid het beleid bepalen.

Implicaties voor de toekomst

De Amerikaanse economie is erg rentegevoelig. Dat maakt het voor de monetaire autoriteiten extra moeilijk. De rente mag niet op een te laag niveau worden



Bron: Datastream



Bron: Datastream

vastgesteld, omdat dit monetaire stimulering, als het echt nodig is, onmogelijk maakt. Dit is precies wat de FED onder leiding van met name Greenspan, maar ook van Bernanke, heeft gedaan met een te lage risico-opslag en dus een te lage rente en meer liquiditeit dan die welke nodig is voor een economische groei met een gematigde inflatie. Een en ander leidde via de hypotheekcrisis naar de huidige financiële en economische crisis. Voor de Verenigde Staten rest dus nog slechts een massale fiscale stimulering, wellicht vergezeld van openmarkttransacties om uit de huidige recessie te komen. Hierbij koopt de FED pakketten staatsobligaties om de rente over alle looptijden te verlagen. De enkelvoudige doelstelling van de ECB maakt een dergelijke beleidsfout van het te goedkoop maken van het geld minder voor de hand liggend. Nu de economische groei door de gevolgen van de financiële crisis en de recessie snel terugloopt en de inflatie door de dalende grondstoffenprijzen fors afneemt, kan de officiële rente verlaagd worden en kunnen economische groei en werkgelegenheid hiervan profiteren. Als de groei dan weer gaat aantrekken en dus de inflatieverwachting toeneemt, moet de ECB de rente weer gaan terugbrengen op een neutraal niveau. In de huidige context zou dat liggen tussen 3,5 en 4 procent (Fels en Pradhan, 2007).

Tabel 1
Invloed van een verlaging van de officiële rente op de economische groei.

	Groeiimpuls na drie kwartalen
Verenigde Staten	0,5 procent*
Duitsland	Niet significant

* Significantie > 99 %

Tabel 2
Reactie Centrale Banken op een stijging van de inflatie.

	Verhoging officiële rente na een kwartaal
Verenigde Staten	Niet significant
Duitsland	0,2 procent*

* Significantie > 99 %

LITERATUUR

CIA (2008) *The world factbook 2008*. Washington, D.C.: CIA.
 Fels, J. en M. Pradhan (2007) *Where is neutrality for the FED and the ECB*. <http://www.morganstanley.com/views/gef/archive/2007>.
 Jentzsch, N. en A. Rientra (2006) *Information sharing and its implications for consumer credit markets: United States and Europe*. In: Bertola, G., R. Disney en C. Grant (red.) *The economics of consumer credit*. Cambridge, Mass.: MIT Press, 27-63.