

Lage rente

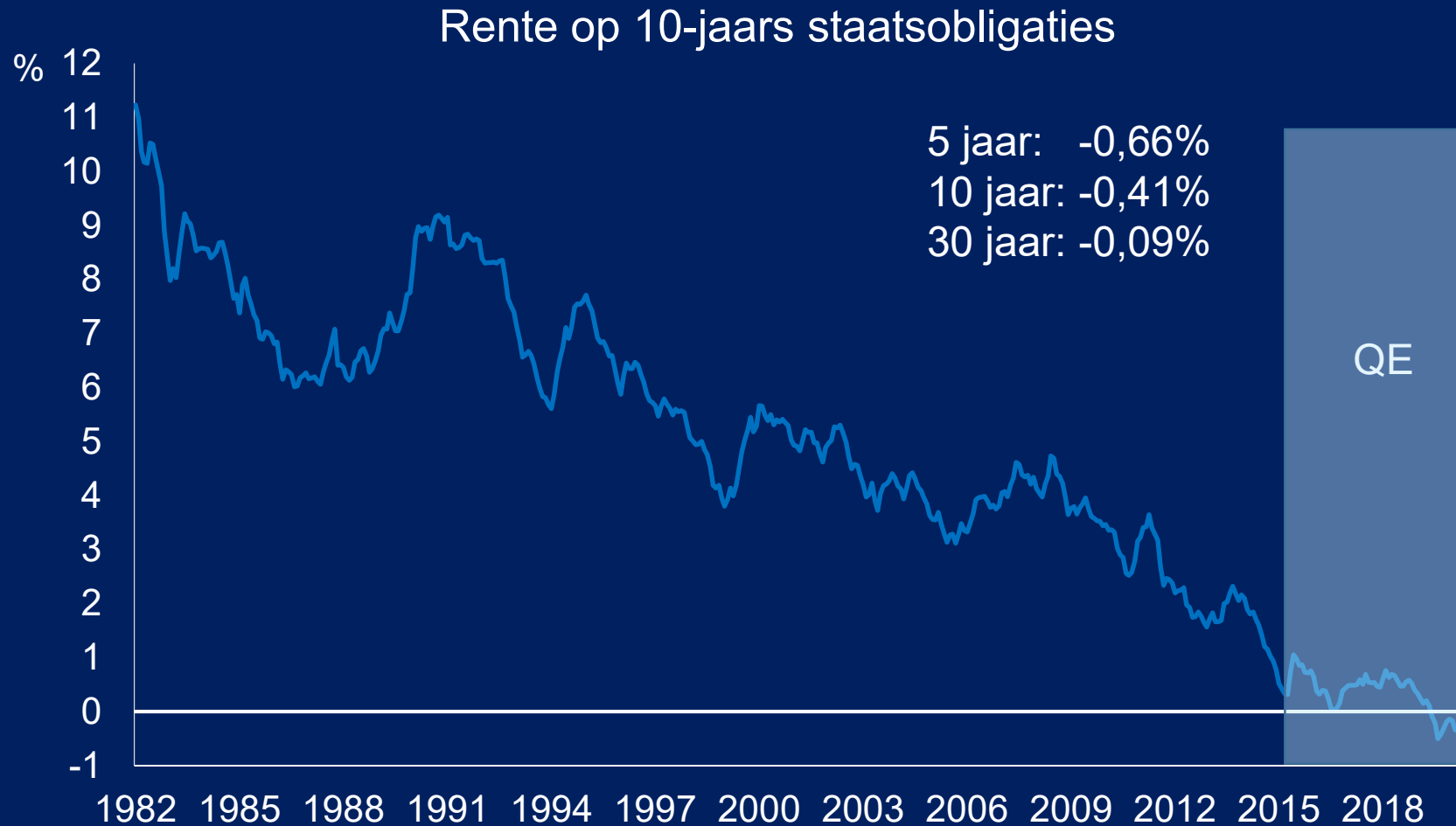
Prof. dr. Bas Jacobs
Erasmus Universiteit Rotterdam

Netspar Jaarcongres
29 september 2020

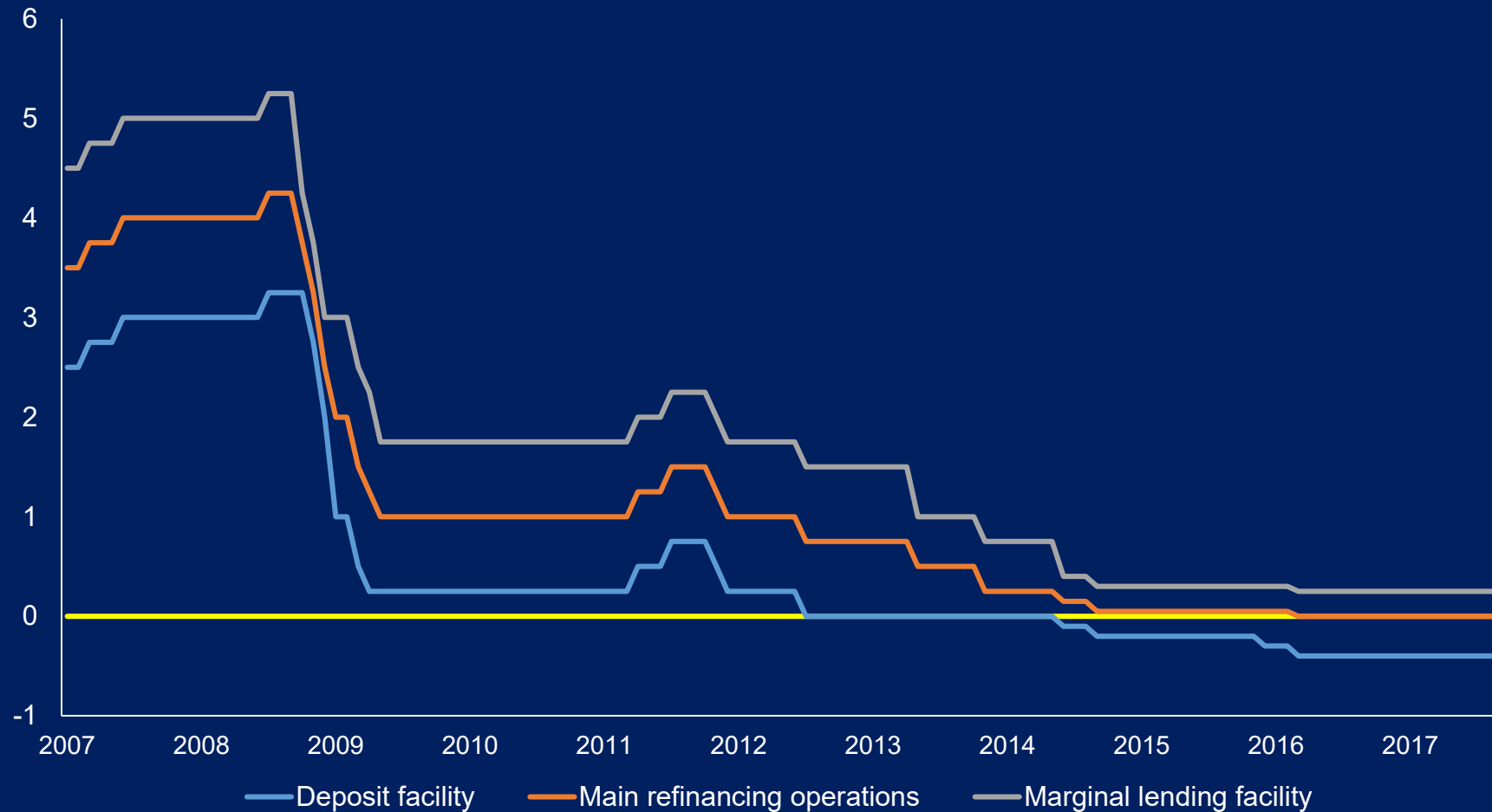
Vandaag

- Macro-economie van langdurige stagnatie
- (In)effectiviteit monetair beleid
- Begrotingsbeleid
- Pensioenen

Rente 10-jaars staatsleningen

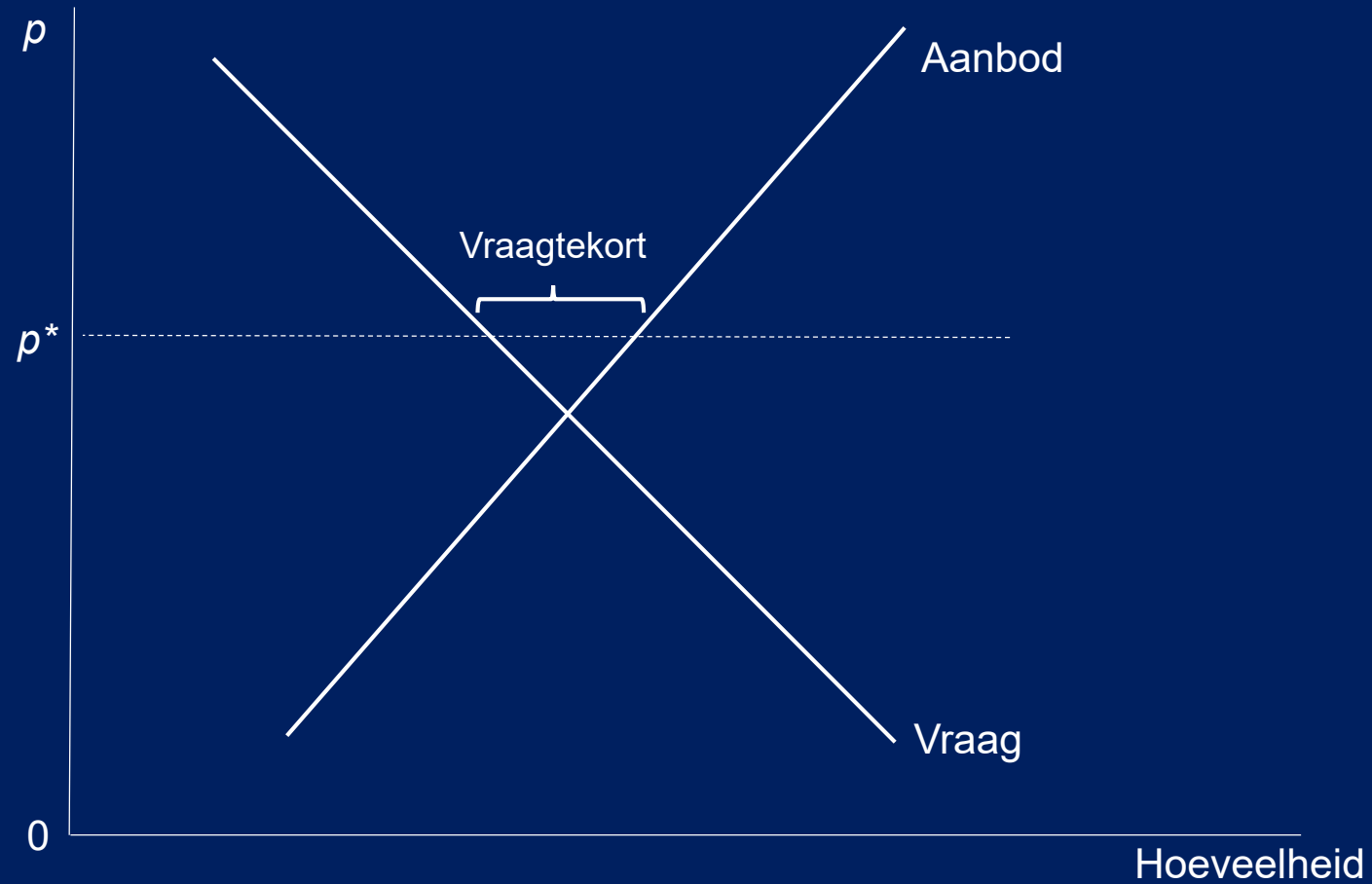


ECB beleidsrentes

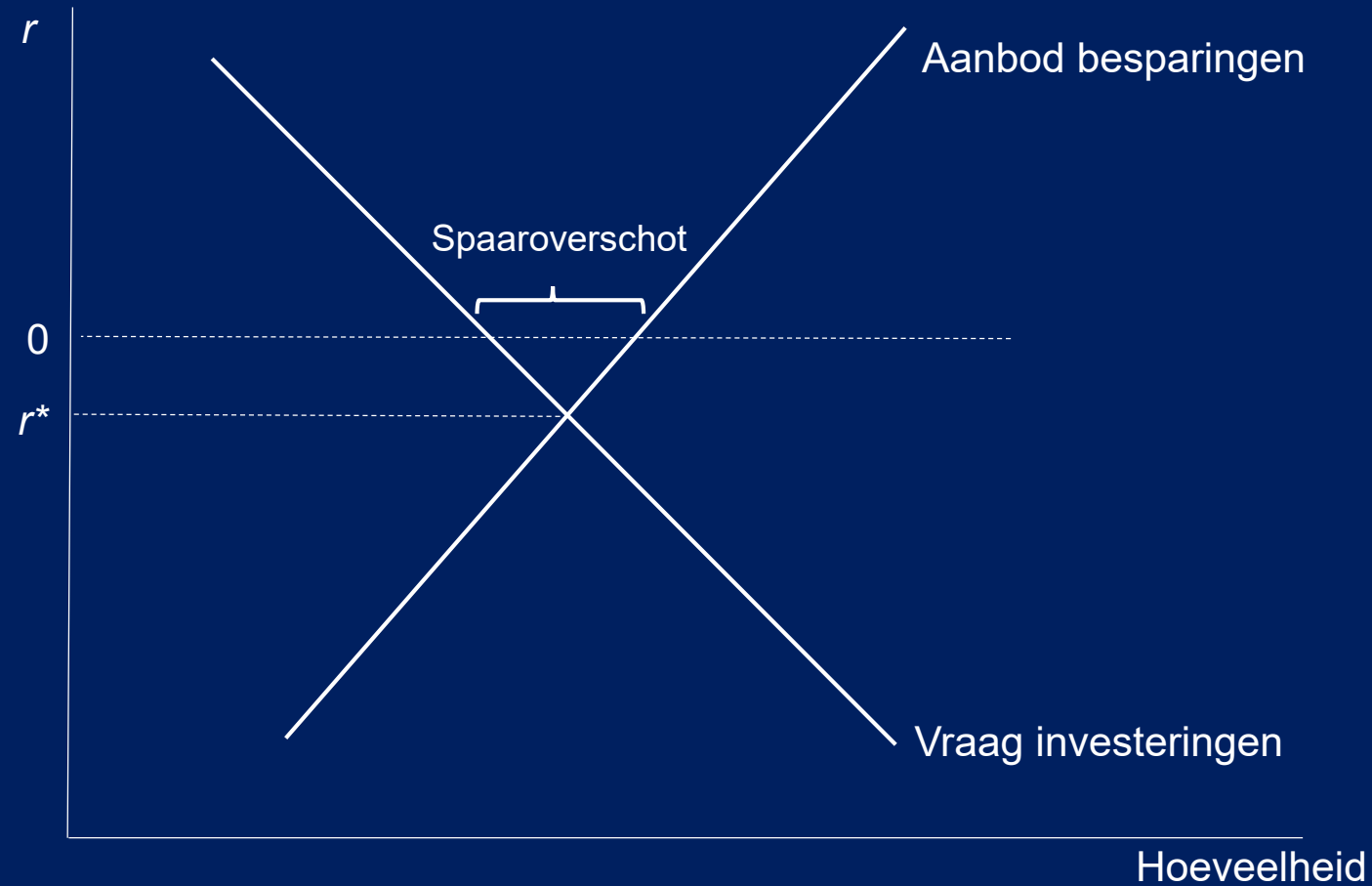


Bron: DNB (2017)

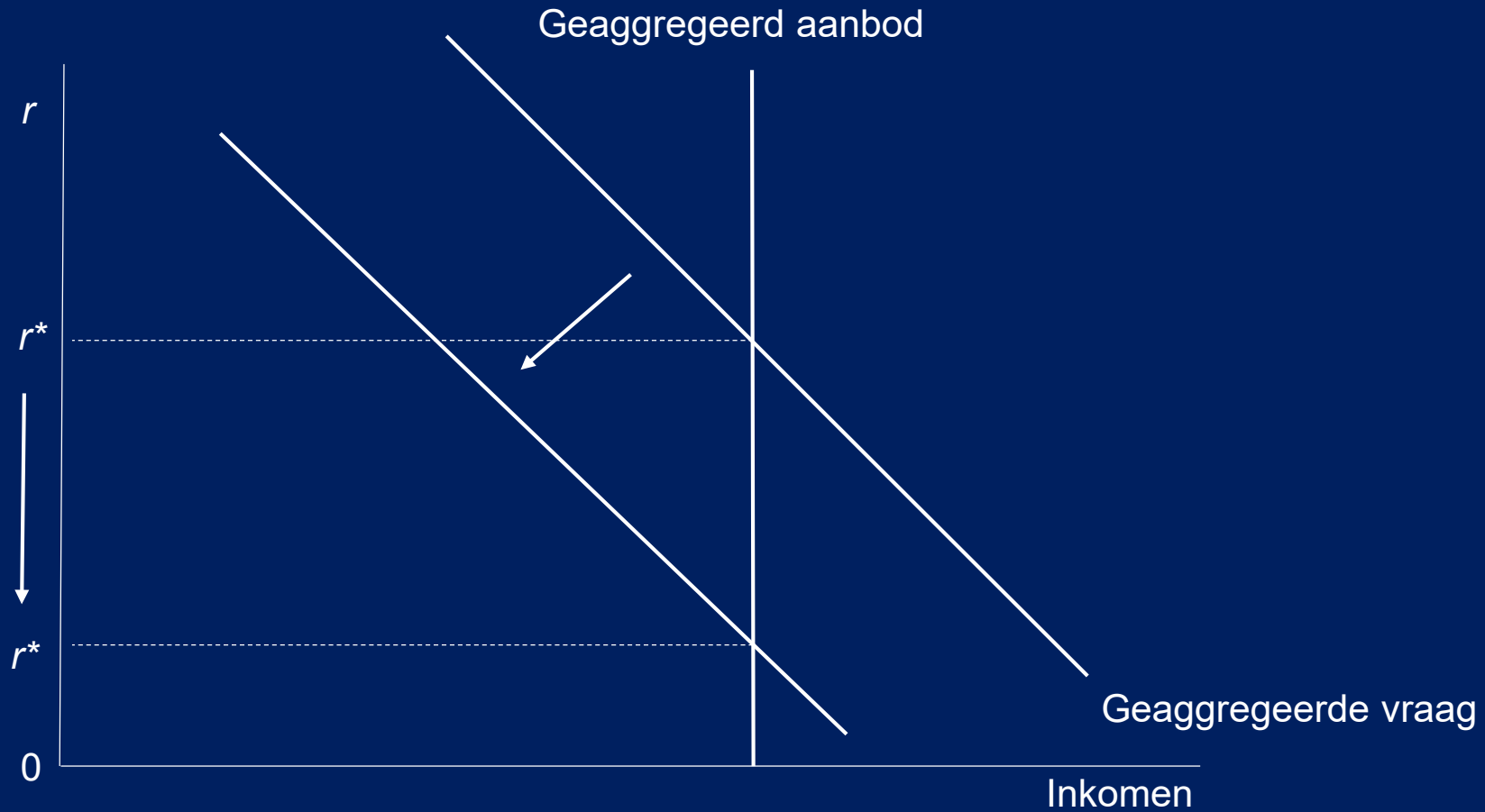
Markt met een minimumprijs



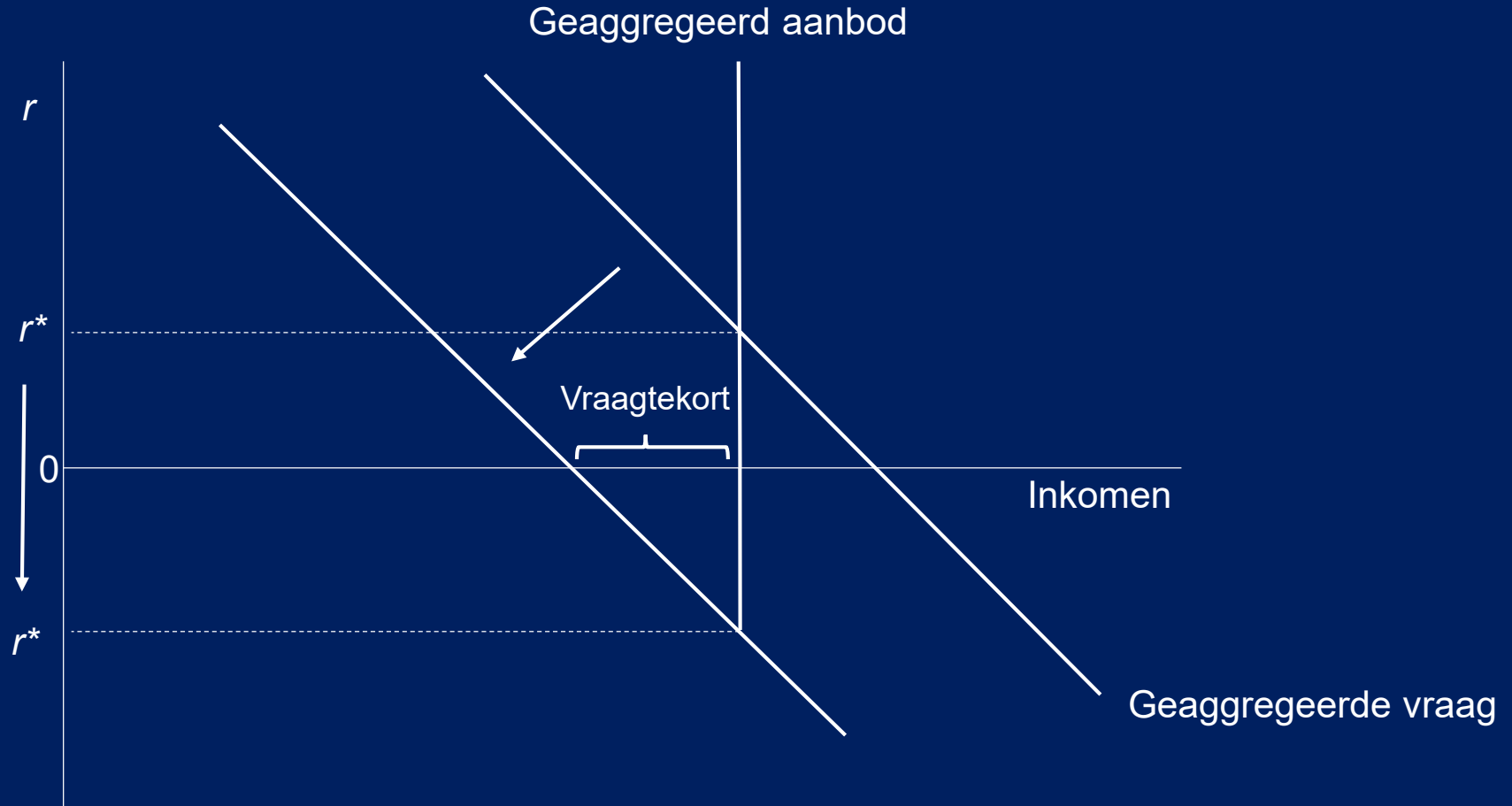
Kapitaalmarkt met een minimumumprijs



Analyse: macro-economisch evenwicht na lagere vraag



Probleem: langdurige stagnatie



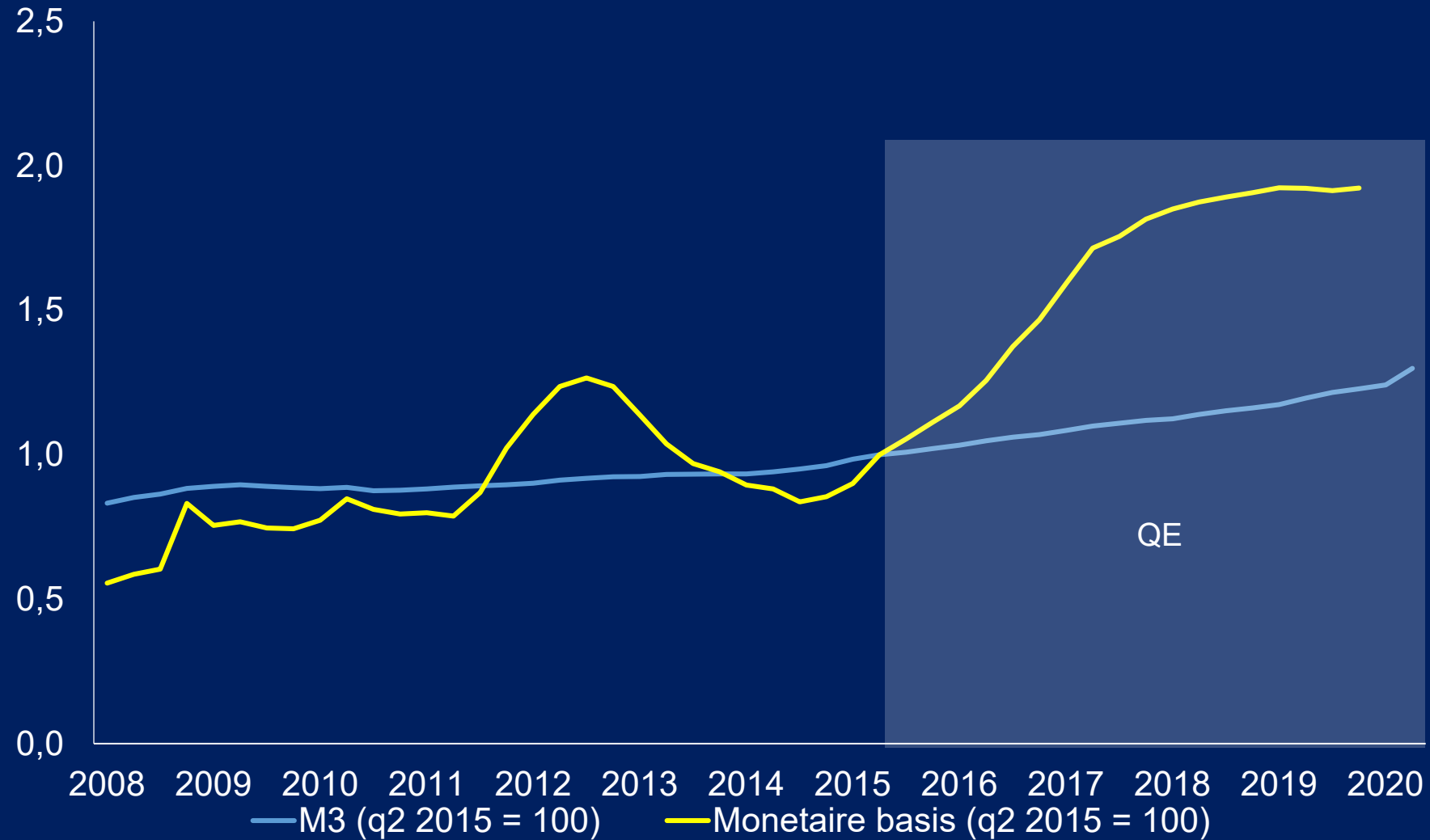
Veiligheidsval

- Tekort aan veilige beleggingen
- Te weinig aanbod veilige assets
 - overheidsobligaties niet altijd veilig
 - hypotheekpakketten riskant
- Veel vraag veilige assets
 - pensioenfondsen
 - banken (geen risicoweging)
 - verzekeraars (verplicht)

Zoektocht naar rendement en financiële volatiliteit

- Huizenmarkt
- Aandelenmarkt
- Bedrijfsleningen

QE doet vrijwel niets



Bron: FRED Statistics (2020)

Kwantitatieve verruiming onbegrepen

- Alleen effectief door hogere inflatieverwachtingen of imperfecties financiële markten (Woodford, 2012)
- Inflatieverwachtingen stijgen alleen als ECB buiten mandaat treedt
 - monetaire financiering (permanente QE, 'helikoptergeld')
- Imperfecties financiële markten: Modigliani-Miller gaat niet op
 - Kwalitatieve verruiming
 - Twistoperaties
- Mijn conclusie: QE kan nauwelijks effect hebben gehad

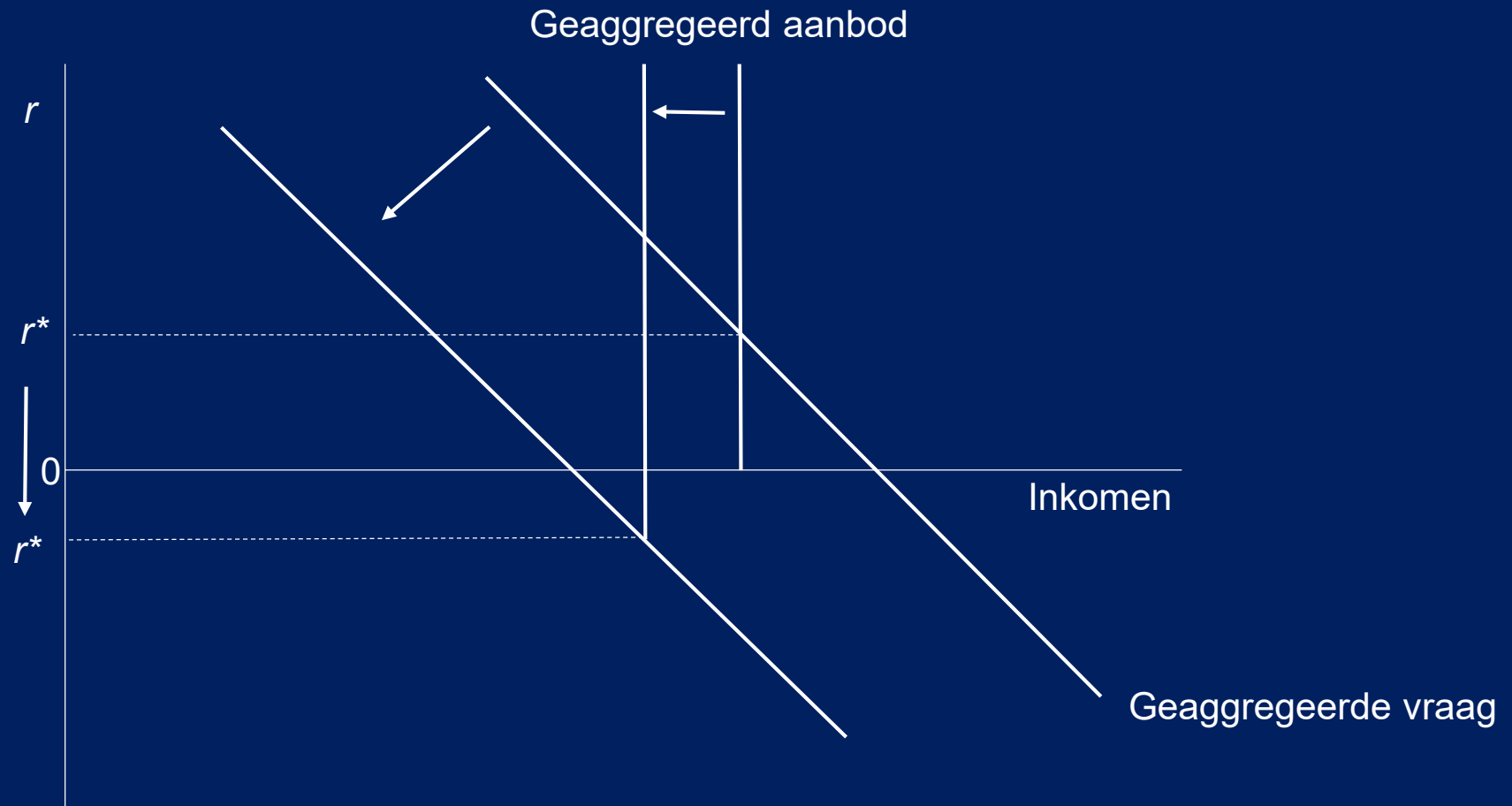
Inflatieverwachtingen



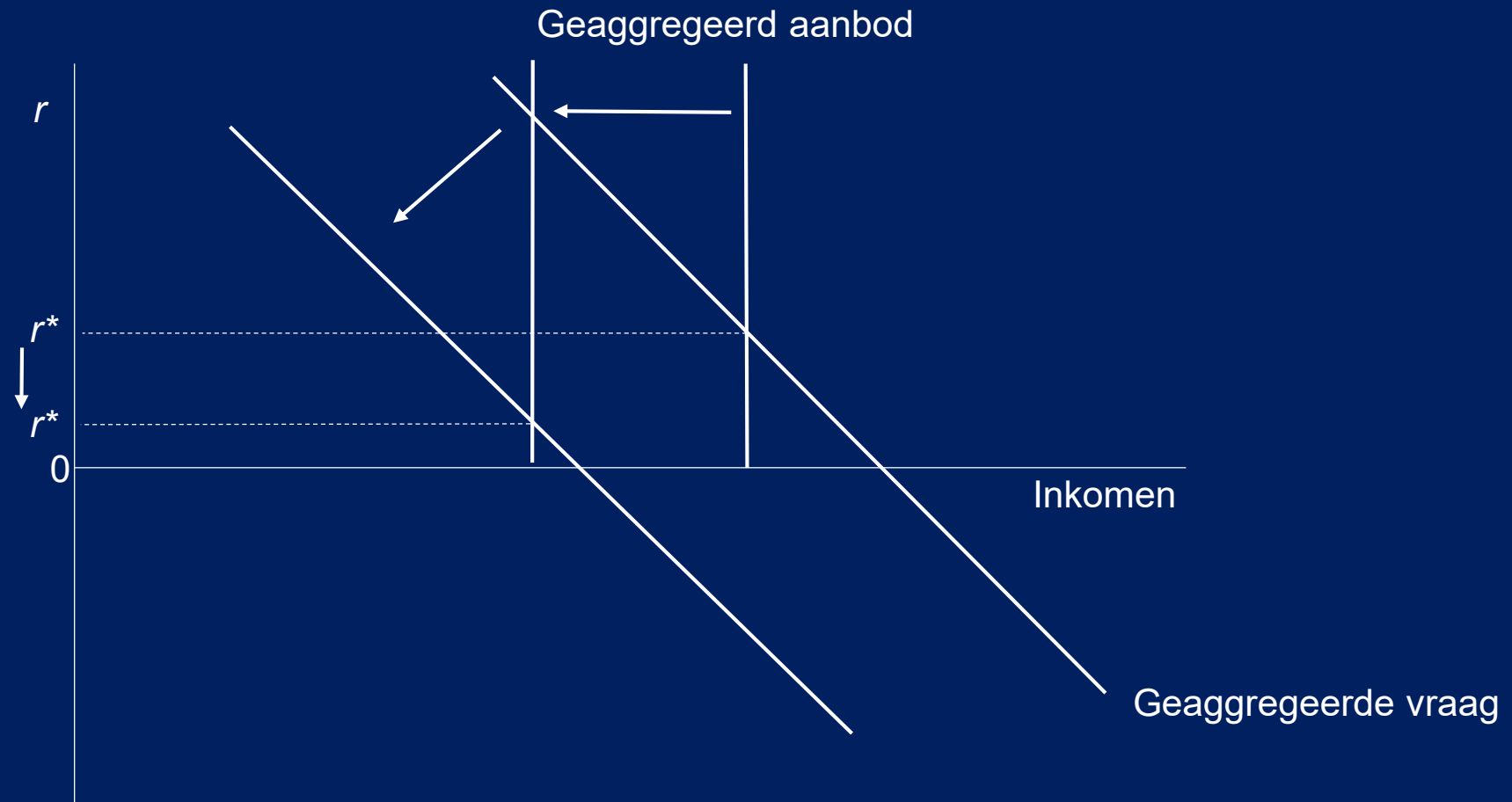
Effecten Corona

- Analytische decompositie:
 - Aanbod- + vraagdaling in gesloten sectoren
 - Vraagdaling ook in andere sectoren als Keynesiaanse effecten groot (veel pessimisme, liquiditeitsbeperkingen) en substitutie niet te sterk is (bv. bouwmarkten en supermarkten)
 - Netto: vraagdaling groter dan aanboddaling -> lagere rente
- Middellange termijn: hysteresis, hoeveel aanbod gaat permanent verloren in gesloten sectoren?
 - Beperkte aanbodschade -> Vraagdaling structureel groter dan aanboddaling. Rente blijft extreem laag, langdurige stagnatie grootste gevaar
 - Grote aanbodschade -> Aanboddaling structureel groter dan vraagdaling. Rente zou kunnen stijgen en einde langdurige stagnatie

Langdurige stagnatie blijft ook bij Corona



Corona maakt einde aan langdurige stagnatie



Begrotingsregels verliezen betekenis

- Aflossen staatschuld kost nu geld
- Iedere schuld houdbaar als $r < g$
- Houdbaarheidssommen imploderen als discontovoet lager wordt dan de groeivoet
 - Discussie over CPB discontovoet

Begrotingsbeleid

- Staatsschuld gebruiken om coronacrisis uit te smeren
 - Anticyclisch
 - Intergenerationeel
 - Tax smoothing
- Scheid de coronacrisis van het normale begrotingsbeleid
 - Laat alle coronakosten in de staatsschuld lopen
- Schuldhoudbaarheid pas een issue als rente zou gaan stijgen
 - Voorkom hysteresis

Niet blind Keynesiaans stimuleren

- Lockdowns breken de multiplier
- Niet alleen vraag-complementariteiten, ook aanbod-complementariteiten
- Geen generiek beleid zolang delen economie gesloten, bv. generieke belastingverlagingen
 - Richt stimulus op open sectoren, liquiditeit en verzekeren inkomen
 - Publieke investeringen in open sectoren

Dekkingsgraden pensioenfondsen



Bron: DNB (2020)

Aaron-conditie

- Nominale risicovrije rente $r < 0$ voor bijna alle looptijden
- Structurele reële groei: 1,5% per jaar
- Inflatie: 1,5% per jaar
- Structurele nominale groei g : 3% per jaar

- Verschil $r - g$: -3%

- Economie dynamisch inefficiënt?

Meer omslagfinanciering in pensioenen?

- Afschaffing doorsneepremie
 - Contrair: minder in plaats van meer omslag!
- Indexatietekort
- Idee: verlaag aanvullende pensioenen, verhoog AOW met inkomensafhankelijke toelage
- Vervang impliciete pensioenschuld door impliciete overheidsschuld
 - als $r < g$ levert dit miljarden op
 - 1550 mrd bij $g - r = 3\% \Rightarrow 47$ mrd
- Rol risico
 - $r + \pi^f < g + \pi^g$?

Conclusies

- Twee macro-economische scenario's door corona:
 - Grote kans: vraagschok groter dan aanbodschok, langdurige stagnatie blijft
 - Kleine kans: aanbodschok groter dan vraagschok: corona maakt einde aan langdurige stagnatie
- Beleidsreactie bij langdurige stagnatie
 - Monetair beleid grotendeels impotent
 - Begrotingsbeleid zeer potent
 - Overheidsschuld omhoog
- Beleidsreactie bij einde langdurige stagnatie
 - Terugkeer naar “orthodox” beleid, monetair en budgettair
- Gevolgen pensioenen
 - Aanhoudende langdurige stagnatie: kapitaaldekking omlaag, omslagfinanciering omhoog
 - Einde langdurige stagnatie: situatie verbetert, maar waarschijnlijk toch ingrepen nodig

Dank u wel!



E-mail: bjacobs@ese.eur.nl

Homepage: personal.eur.nl/bjacobs

Twitter: twitter.com/_basjacobs