



Inbreng CPB over lage rente

Op 23 september 2019 was er een hoorzitting van de vaste commissie voor Financiën over de oorzaken en gevolgen van de lage rente. Ook het CPB had inbreng.

Het CPB bracht onder meer naar voren dat de lage rente een structureel en mondiaal fenomeen is.

De belangrijkste vraag is daarom niet hoe de oorzaken kunnen worden weggenomen maar hoe de gevolgen worden opgevangen.

1 Inbreng CPB over lage rente

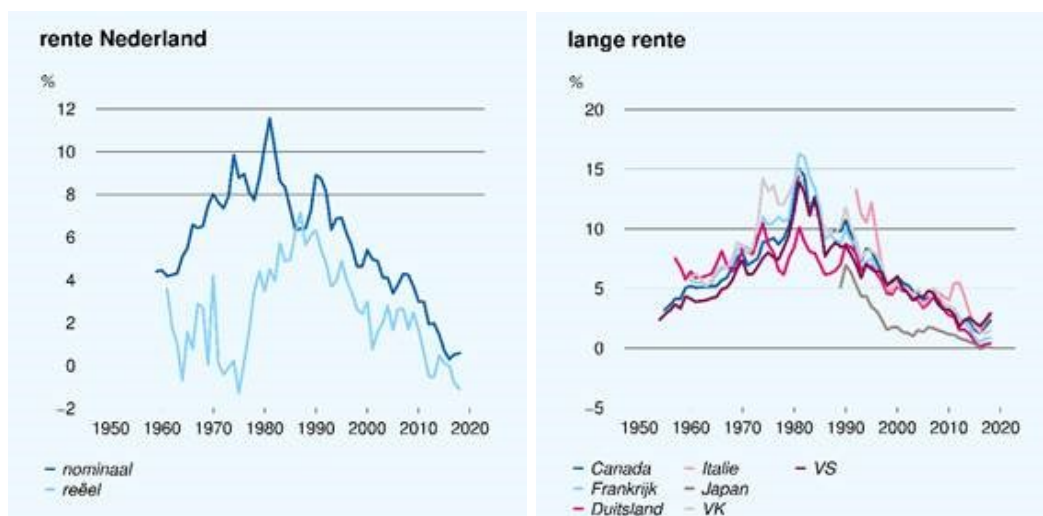
Voor het rondetafelgesprek over de oorzaken en gevolgen van de lage rente (Hoorzitting, vaste commissie voor Financiën, 23 september 2019) brengt het CPB de volgende punten naar voren:

- De lage rente is een structureel en mondiaal fenomeen. De belangrijkste vraag is daarom niet 'wat kunnen we aan de oorzaken doen', maar 'hoe kunnen we de gevolgen accommoderen'!
- De lage rente maakt geld lenen goedkoop en geeft een opwaartse druk op economische groei, inflatie en beurskoersen, maar brengt ook een aantal financiële en economische risico's met zich mee: kwetsbare vermogenspositie van levensverzekeraars en pensioenfondsen; zeepbellen in aandelen en vastgoed; hoge schuldenlasten van huishoudens en bedrijven. Bovendien zijn de mogelijkheden van centrale banken om een volgende recessie op te vangen beperkt.
- De Nederlandse overheid kan de rente niet verhogen. Zij kan de financiële situatie van levensverzekeraars en pensioenfondsen niet fundamenteel verbeteren.
- De Nederlandse overheid kan het begrotingsbeleid inzetten voor het dempen van conjuncturele schommelingen door middel van het stimuleren van de economie in economische slechte tijden. Automatische stabilisatoren zijn hiervoor het aangewezen middel.
- De lage rente is een relatief nieuw fenomeen met veel onbeantwoorde vragen. Het CPB gaat hier de komende tijd aandacht aan besteden (o.a. Vergrijzingsstudie, Discontovoet, Kansrijk pensioenbeleid).

1.1 Lage rente: structureel en mondiaal

De dalende rente is een internationaal fenomeen, dat rond 1980 is ingezet. Sinds medio jaren tachtig is de nominale rente in Nederland met ruim 1000 basispunten gedaald. De reële rente – de rente gecorrigeerd voor inflatie – is in deze periode ruim 500 basispunten gedaald. Internationaal gezien is er wel variatie in de ontwikkeling van de nominale rente, maar in zowel het eurogebied als ook in de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk, Canada en Japan is de rente in de afgelopen vier decennia trendmatig gedaald.

Figuur 1.1 Rente in Nederland en wereldwijd zijn sterk gedaald in de afgelopen vier decennia



Bron: OESO

De lage rente is uiting van grote wereldwijde spaaroverschotten. Achterliggende oorzaken ervan zijn de afnemende economische groei en een vergrijzende samenleving.¹ De lagere groei gaat gepaard met een vermindering van het aantal goed renderende investeringen. En in een vergrijzende samenleving, zeker bij afwezigheid van goede pensioenvoorzieningen in bijvoorbeeld China, wordt veel gespaard voor de oude dag.

De rol van de centrale banken is vooral om de conjuncturele schommelingen in inflatie (ECB en FED) en groei (FED) via tijdelijke veranderingen van de rente te dempen. De invloed van het aankoopprogramma op het huidige lage niveau van de rente is beperkt. Het is mogelijk dat de langdurige periode van accommoderend monetair beleid momenteel bijdraagt aan een lagere langetermijnrente – de ECB komt op een effect van ongeveer 100 basispunten² – maar er is een wetenschappelijk debat gaande over de mate waarin.³

Conclusie: de dalende rente is een internationale en langjarige ontwikkeling. De oorzaken liggen buiten de invloedssfeer van Nederland.

De conclusie van een CPB-studie naar de oorzaken van de lange rente luidt:⁴

De nominale lange rente is de afgelopen decennia gedaald door de afname van de (verwachte) inflatie en van de potentiële groei en door veranderingen in de samenstelling van de bevolking. Deze conclusie is gebaseerd op ons literatuuroverzicht en de resultaten van ons empirisch onderzoek naar de lange rente in ontwikkelde landen sinds 1990. De relatie tussen de nominale rente en de onderliggende macro-economische variabelen is vrij zwak, getuige de beperkte verklaringskracht van onze regressieanalyse. De consensus is dat de rente enigszins zal herstellen, maar voorlopig niet zal terugkeren naar historische niveaus.

1.2 Lage rente: gevolgen voor de Nederlandse economie

De lage rente maakt geld lenen goedkoop en geeft een opwaartse druk op economische groei en inflatie. Maar, een lage rente brengt ook een aantal financiële en economische risico's met zich mee. De vermogenspositie van levensverzekeraars en pensioenfondsen staan onder druk. De lage rente zorgt mogelijk voor overwaardering van aandelen en vastgoed, met het risico dat deze zeepbellen barsten. De hoge schuldenlasten van huishoudens en bedrijven – mede ingegeven door de lage rente – maken hen kwetsbaar zowel bij een nieuwe recessie als voor een correctie op de financiële markten. Ten slotte zijn de mogelijkheden van centrale banken om een volgende recessie op te vangen beperkt.

De lage rente heeft positieve gevolgen voor de Nederlandse economie. Het verlaagt de financieringskosten voor overheid, bedrijfsleven en huishoudens. Een lagere rente stimuleert de groei, geeft een opwaartse druk op de inflatie en stimuleert aandelenkoersen. Maar een lage rente brengt ook een aantal kosten en risico's met zich mee.

De pensioenfondsen liggen onder het vergrootglas, met dreigende kortingen voor de meerderheid van deelnemers (gepensioneerden en werkenden). In de afgelopen jaren is de dekkingsgraad van pensioenfondsen sterk gedaald, maar de variatie is groot. Fondsen die hun portefeuille beter hadden beschermd tegen een rentedaling, staan er momenteel veel beter voor.

¹ CPB, 2016, Determinants of long-term interest rates ([link](#)).

² ECB, 2019, Taking stock of the Eurosystem's asset purchase programme after the end of net asset purchases ([link](#)). Zie ook CPB, 2017, Onderweg naar normaal monetair beleid ([link](#)).

³ CPB, 2019, Risicorapportage Financiële Markten 2019 ([link](#)).

⁴ CPB, 2016, Determinanten van de lange rente ([link](#)).

Mede door de lage rente staan aandelenkoersen hoog en zijn huizenprijzen gestegen. Of er sprake is van een zeepbel is moeilijk vast te stellen⁵, maar het risico van een forse neerwaartse correctie in de waarde van vermogenstitels is aanwezig.

De balansen van zowel huishoudens als bedrijven zijn lang. Een economische recessie of een correctie op de wereldwijde financiële markten kan hierdoor een relatief grote negatieve impact hebben, bijvoorbeeld doordat huishoudens opnieuw onder water komen te staan of doordat het beleggingsresultaat van pensioenfondsen verslechtert. De gevolgen zullen duidelijk voelbaar zijn in de reële economie en mogelijk een nieuwe recessie inluiden of versterken.

Centrale banken hebben nog maar beperkte mogelijkheden om een volgende recessie op te vangen met verdere verruiming van het monetair beleid. Aan de andere kant is en – zoals het zich nu laat aanzien – blijft het monetair beleid ruim. Dit betekent dat middelen voor kredietverlening door banken in een komende recessie ruim voorhanden zijn. Tegelijkertijd blijft het risico bestaan dat banken ook in een komende recessie de kredietverlening aan bedrijven en huishoudens sterk zullen terugschroeven.

*Over de gevolgen voor financiële instellingen, schrijft het CPB in de Risicorapportage Financiële Markten 2019:*⁶ Vooral Nederlandse levensverzekeraars blijven kwetsbaar voor de historisch lage rente. In 2018 lagen de solvabiliteitsratio's (SKR) in het overgrote deel van de verzekeringsbranche weliswaar ruim boven het wettelijk minimum van 100%, maar dit betekent niet dat verzekeraars uit de brand zijn. Daar waar garanties zijn afgegeven over de hoogte van uitkeringen of anderszins te leveren prestaties, blijft er druk op de solvabiliteitsratio's als de toekomstige verplichtingen voor een langere tijd tegen een lage rente moeten worden verdisconteerd.

Pensioenfondsen zijn ook kwetsbaar voor lage langetermijnrentes, maar zij brengen niet direct de financiële stabiliteit in gevaar. De beleidsdekkingsgraad van Nederlandse pensioenfondsen ademt met de financiële markten mee (...). Een verschil met verzekeraars is dat pensioenfondsen de indexering kunnen aanpassen en zelfs de uitkeringen kunnen (en onder het huidige systeem ook moeten) korten. Dit voorkomt weliswaar problemen met de financiële stabiliteit, maar kortingen raken de deelnemers direct in de portemonnee en de onzekerheid rond indexeren en korten ondermijnt het vertrouwen in het Nederlandse stelsel.

Nederlandse banken lijken vooralsnog in staat om de lagerenteomgeving het hoofd te bieden. Aan de ene kant komen rentemarges onder druk te staan omdat depositorentes niet tot of onder nul worden bijgesteld en omdat rentes bij het oversluiten van leningen wel naar beneden worden bijgesteld, maar aan de andere kant ervaren banken minder problemen met leningen als de rentes bij herfinancieringen laag kunnen blijven. Bankleningen hoeven hierdoor op dit moment – geholpen door de relatief goede groeiprestaties in de afgelopen jaren - minder voorzieningen aan te leggen voor probleemleningen. Afgelopen jaren zijn verschillende Nederlandse banken in ieder geval in staat gebleken in de lage-renteomgeving hoge winsten te behalen. In sommige andere delen van Europa blijken banken daar overigens meer moeite mee te hebben.

*Over een correctie op de financiële markten schrijft het CPB:*⁷

⁵ CPB, 2018, Oververhitting op de Nederlandse huizenmarkt? ([link](#)).

⁶ CPB, 2019, Risicorapportage Financiële Markten 2019 ([link](#)).

⁷ CPB, 2019, Risicorapportage Financiële Markten 2019 ([link](#)).

Wereldwijd blijven de schulden voor bedrijven en consumenten hoog. De kwaliteit van bedrijfsschulden en bedrijfsobligaties is daarbij achteruitgegaan, de markt voor verpakte bedrijfsleningen is gegroeid en de kans op herwaarderingen op deze markt wordt als relatief hoog ingeschat. Een herprijsing kan zichzelf versterken als veel institutionele investeerders snel hun portfolio's aanpassen.

*Over de grenzen aan het monetair beleid schrijft het CPB in de MEV 2020:*⁸

Een groot deel van de gereedschapskisten voor monetair en begrotingsbeleid is al gebruikt. Het is maar de vraag welk gereedschap er nog over is bij een nieuwe recessie. Zowel Amerikaanse als Europese beleidsrentes zijn laag, alhoewel er wel verschil is. In de eurozone is de beleidsrente negatief, met weinig ruimte om deze verder te verlagen; de Federal reserve heeft met een huidige beleidsrente van 2,0-2,25% nog wel zekere ruimte om op te treden.

Dit betekent niet dat de centrale banken in geval van een verdere vertraging geheel machteloos staan (...). Daarbij kampt een aantal overheden met forse schulden en flinke tekorten. Een ruimer begrotingsbeleid zal leiden tot verdere schuldenoploop.

1.3 Lage rente: (on)mogelijkheden voor beleid

Er is veel wat de Nederlandse overheid niet kan. Heel fundamenteel: de Nederlandse overheid kan de rente niet verhogen.⁹ Zij is daarom niet in staat om de financiële situatie van levensverzekeraars en pensioenfondsen fundamenteel te verbeteren. Bij een annuïtaire uitkering verlaagt de lage rente de vaste jaarlijkse uitkering. Dit geldt voor alle annuïtaire uitkeringen, of het nu is in de vorm van een pensioenuitkering, verzekeringsuitkering of een lijfrenteverzekeringsuitkering. Het verhogen van de rekenrente verandert hier niets aan, het lost het omzetten van het opgebouwde vermogen in een annuïtaire uitkering niet op. Een hogere rekenrente heeft vooral invloed op de verdeling van de (pensioen-)uitkeringen over de tijd, en daarmee tussen generaties.

Ook moet de overheid oppassen zich rijk te rekenen door de lage rente. Bij het nemen van langjarige beslissingen spelen naast de rente veel meer factoren, vaak onzekere factoren, een rol. Hoe zal de economie zich ontwikkelen, hoe zal het project renderen, etc.? Bij beslissingen met een lange horizon – zoals publieke investeringen, maar bijvoorbeeld ook permanente lastenverlichting – moet rekening worden gehouden met deze onzekere toekomstige ontwikkelingen. De risicovrije rente op staatsobligaties is hiervoor niet de juiste maatstaf. Voor langetermijnbeslissingen is een risico-gewogen discontovoet veel belangrijker dan de risicovrije rente. Deze discontovoet is veel hoger dan de risicovrije rente, en ook hoger dan de gemiddelde economische groei.¹⁰

De staatsschuld is op orde, de rente is uitzonderlijk laag. Daarmee is er ruimte voor tijdelijke, toegespitste uitgaven voor publieke investeringen of transitiekosten. Dat veronderstelt dan wel discipline van het kabinet om het daarbij te laten. Ook een route van tijdelijke impulsen is niet zonder risico's.

De overheid kan wel het begrotingsbeleid inzetten voor het dempen van conjuncturele schommelingen door middel van het stimuleren van de economie in economisch slechte tijden. Automatische stabilisatoren zijn hiervoor het aangewezen middel.

⁸ CPB, 2019, Macro Economische Verkenning 2020 ([link](#)).

⁹ Uitzonderingen zijn de invloed van de overheid op de risicopremie, zoals in de afgelopen jaren zichtbaar is in bijvoorbeeld Griekenland en Italië en op de liquiditeitspremie.

¹⁰ Voor zowel de vergrijzingsstudie als MKBA's wordt opnieuw gekeken naar de hoogte van de discontovoet. Op dit moment wordt voor beide toepassingen een reële discontovoet van 3% gehanteerd.

De lage rente is een nieuw fenomeen, dat nog veel onbeantwoorde vragen oproept. Variërend van de vraag wat te doen als de risicogewogen rente kleiner wordt dan de groeivoet van de economie, tot de verhouding tussen omslag- en kapitaaldekking in het pensioenstelsel. Ook het CPB zal zich van deze vragen rekenschap geven, onder andere in de Vergrijzingsstudie die eind 2019 uitkomt.

*Voor de start van de huidige regeerperiode schrijft het CPB over cyclisch begrotingsbeleid:*¹¹

Demping van conjunctuurgolven door begrotingsbeleid (macro-economische stabilisatie) is in het verleden herhaaldelijk niet gelukt. In plaats van anticyclisch was het begrotingsbeleid procyclisch. Deels kwam dit doordat er ook andere begrotingsdoelen waren. Zo wilden kabinetten de budgettaire effecten van vergrijzing opvangen en legden de Europese begrotingsregels restricties op. Ook zijn in goede tijden afgesproken regels opgerekt, waardoor beleid procyclisch werd. Procyclisch beleid in slechte tijden kwam ook deels doordat in goede tijden terughoudend begrotingsbeleid niet mogelijk bleek.

Actief expansief begrotingsbeleid in Nederland kan het accent op monetair beleid marginaal verlichten; een impuls in de Nederlandse economie is op de schaal van het eurogebied beperkt van omvang. Aan actief begrotingsbeleid kleven ook risico's. De conjuncturele ontwikkeling is onzeker en het is lastig om tijdig met maatregelen hierop in te spelen. Maatregelen kunnen daardoor te laat doorgevoerd worden.

*In het CEP 2019 schrijft het CPB over automatische stabilisatie:*¹²

Traditioneel gaat Nederland bij de eerste tekenen van tegenspoed in de stand van bezuinigen en hervormen. Dit heeft wel een prijs. De onzekerheid neemt verder toe, bezuinigingen dempen de toch al lage groei, het welbevinden krijgt een knauw.

Het klassieke economenantwoord op een conjuncturomslag – automatische stabilisatie – wint aan kracht als je welbevinden als uitgangspunt voor beleid neemt. Trendmatig begrotingsbeleid zorgt ervoor dat het begrotingssaldo mee ademt met de economische ontwikkeling en automatische stabilisatoren zullen het effect van een economische neergang dempen. Minder mensen verliezen werk, met positieve gevolgen voor inkomen, zingeving en welbevinden. Recent is de stabilisatiefunctie van de begroting versterkt door een aantal conjunctuurgevoelige posten buiten de uitgavenkaders te plaatsen. Het begrotingssaldo staat door de gunstige conjunctuur in de plus, de overheidsschuld daalt rap. Volgens de Nederlandse regels is er dus ruimte om bij een eventuele neergang het trendmatig begrotingsbeleid vol te houden. Daar zou Brussel toch van te overtuigen moeten zijn, ook bij eventuele spanningen met de preventieve arm van het stabiliteits- en groeipact.

*Het CPB schrijft in de recente MEV over het meewegen van risico en tijdelijke investeringen:*¹³

En dus? Subtiële feiten lenen zich niet voor oogverblindende conclusies. Het vinden van het juiste zichtpunt is lastig. De vergrijzingsommen lieten ten tijde van het Regeerakkoord een zeker tekort zien en er is geen aanleiding voor optimisme richting de update in december. Een lagere discontovoet maakt het wellicht eenvoudiger een project te vinden met een positieve maatschappelijke kosten-batenanalyse (MKBA). Helaas maakt een lagere discontovoet het ook lastiger de overheidsfinanciën houdbaar te maken, omdat het rendement op de spaarpot voor later (voor de vergrijzingskosten) kleiner wordt. En een investering die de productiviteit van de economie verhoogt, leidt tot een grotere koek in de toekomst, maar contra-intuïtief ook tot een verslechtering

¹¹ CPB, 2016, Opties voor begrotingsbeleid ([link](#)).

¹² CPB, 2019, Centraal Economisch Plan 2019 ([link](#)).

¹³ CPB, 2019, Macro Economische Verkenning 2020 ([link](#)).

van de houdbaarheid. Veel overheidsuitgaven zijn gekoppeld aan de groei of aan de lonen, waardoor hogere productiviteit leidt tot hogere overheidsuitgaven, hogere zorgkosten, hogere lonen en een hogere indexatie van de AOW. Het doorgeven van deze grotere koek naar een groeiende populatie ouderen is daarom duurder.

Een route van tijdelijke impulsen is niet zonder risico's. Kapitaalmarkten geloven niet in sprookjes en ook kiezers laten zich geen rad voor ogen draaien: gratis geld bestaat niet. Investeren gaat met risico's gepaard, en dat geldt voor de overheid net zo goed als voor het bedrijfsleven. Daarbij kan de overheid de opbrengsten van goed renderende publieke investeringen veelal slechts ten dele omzetten in klinkende munt voor de begroting. Verder is niets zo blijvend als een tijdelijke maatregel. De VS kent vele tijdelijke belastingverlagingen die steeds worden bestendigd en ook Nederland is op dit punt niet liebblank. Het probleem van eeuwig tijdelijk doet zich natuurlijk minder voor bij maatregelen die intrinsiek een einde kennen. Mogelijk dat onderdelen van de energie- en klimaattransitie hieraan voldoen. Ervaring leert ook dat het onderscheid tussen intensivering en investering - in den beginne zo goed leesbaar - over de tijd heen vervaagt. Begrotingsregels en fondsen bieden mogelijk bescherming tegen dit type verleidingen, maar hoe verfijnder de regels, hoe moeilijker het blijkt ze na te leven.