

22 augustus 2016

Spannender dan de Olympische Spelen?¹

Han de Jong
Chief Economist
Tel.: +31 20 628 42 4201
han.de.jong@nl.abnamro.com

- **Toekomst monetair beleid op de agenda in Jackson Hole...**
- **Welk monetair beleid tijdens de volgende recessie? ...**
- **En is de natuurlijke rente feit of fictie?...**
- **Bovendien is er meer dan monetair beleid**

Centrale bankiers uit alle delen van de wereld, vergezeld van vooraanstaande academici, komen aanstaande donderdag bijeen in Jackson Hole, in de Amerikaanse staat Wyoming, voor hun jaarlijkse economische symposium. Dit symposium, dat wordt georganiseerd door de Kansas Fed, wordt meestal gewoon Jackson Hole genoemd. Voor centrale bankiers en centrale bank-watchers kan deze bijeenkomst heel interessant en van groot belang zijn. De conferentieverlagen zijn vaak van invloed op hoe economen aankijken tegen de wereldeconomie en vooral ook tegen het monetaire beleid. De toespraken bevatten vaak aanwijzingen voor beleidsintenties en -verschuivingen. De voorzitter van de Fed, het Amerikaanse stelsel van centrale banken, houdt meestal een voordracht. Vaak wordt er een puntje van de monetaire beleidssluier opgelicht voor de komende maanden. Een bekend voorbeeld is de impliciete aankondiging van het kwantitatieve verruimingsprogramma van de ECB door Mario Draghi tijdens de Jackson Hole-conferentie van 2014. Hij zei toen een aantal dingen waarvan zelfs zijn speechschrijvers niet wisten dat hij ze zou gaan zeggen.

Het thema van Jackson Hole is dit jaar 'het ontwerpen van een veerkrachtig monetair beleidskader voor de toekomst'. Ik vermoed dat niet veel mensen denken dat dit spannender wordt dan de Olympische Spelen, maar geloof me, dat is wel zo.

Hoewel een deel van de besprekingen mogelijk gaat over de directe vooruitzichten voor het Amerikaans monetaire beleid, is de grote vraag volgens mij wat monetaire beleidsmakers op middellange termijn kunnen en zullen doen. Maar waarom is dat een belangrijke vraag?

¹ Wanneer, ... nee laat ik het anders zeggen: als u aan het eind van dit stuk komt, voelt u zich dan niet schuldig als u liever Usain Bolt in actie ziet. Dat vind ik prima, al zie ik persoonlijk liever Daphne Schippers of Sanne Wevers, vooral met TV-commentaar en analyses van Hans van Zetten.

Wanneer de volgende recessie begint

We kunnen rustig stellen dat het monetaire beleid een cruciale rol heeft gespeeld en nog steeds speelt bij de pogingen om de economie terug te brengen op het pad van duurzame groei bij een lage, maar positieve inflatie. Er kan over worden getwist hoe succesvol en effectief alle beleidsmaatregelen tot dusver zijn geweest. Wat wel vaststaat, is dat de rente extreem laag is. Het herstel van de Amerikaanse economie is nu zeven jaar gaande. Dit is inmiddels de op twee na langste herstelperiode sinds de Tweede Wereldoorlog (zie tabel) en de zilveren medaille komt in zicht. Toch heeft de Fed de belangrijkste beleidsrente pas één keer verhoogd.

Recessies VS

Jaar waarin de recessie begint	Periode sinds vorige recessie
1949	3 jaar, 7 maanden
1953	3 jaar, 9 maanden
1958	3 jaar, 3 maanden
1960	2 jaar
1969	8 jaar, 10 maanden
1973	3 jaar
1980	4 jaar, 10 maanden
1981	1 jaar
1990	7 jaar, 8 maanden
2000	10 jaar
2007	6 jaar, 1 maand
volgende recessie???	7 jaar, 2 maanden tot nu toe

Bron: NBER

Aan een periode van herstel komt geen einde door ouderdom, maar door een schok, door beleidsfouten of doordat onhoudbare knelpunten binnen de economie de economische bedrijvigheid verstikken. Op dit moment verwacht ik niet dat één van deze omstandigheden zich op korte termijn voordoet. Maar één ding is zeker: op een gegeven moment komt er een recessie. En afgaande op de cijfers in de tabel zal die recessie zich waarschijnlijk ergens in de komende paar jaar aandienen. Als de monetaire verkrapping in de VS zich voortzet in het huidige (slakken)tempo, is de rente nog steeds heel laag wanneer de volgende recessie begint. Dit beperkt de mogelijkheden van de Fed om de bedrijvigheid te stimuleren via het traditionele monetaire beleid. Het lijkt dus verstandig om een plan te ontwikkelen en dat is volgens mij waar de conferentie eigenlijk over gaat.

De bijdrage van John Williams

John Williams, de voorzitter van de San Francisco Fed, heeft onlangs een waardevolle bijdrage geleverd aan deze discussie². Ik verwacht dat zijn redenering door veel anderen gevolgd wordt. Hij legt om te beginnen uit waarom de rente laag is en hoogstwaarschijnlijk lange tijd heel laag zal blijven. Zijn uitgangspunt is dat er een renteniveau is dat meestal de natuurlijke rente wordt genoemd en dat hij definieert als de rente waarbij het monetaire beleid "noch verruimend, noch verkrappend is in termen van groei en inflatie". Helaas weten wij niet hoe hoog deze rente is.

²John C. Williams, "Monetary Policy in a Low R-star World", in *FRBSF Economic Letter*, 15 augustus 2016

Maar als de groei en de inflatie lager zijn dan beoogd, moeten we ervan uitgaan dat de werkelijke rente hoger is dan de natuurlijke rente. Andersom, wanneer de groei en de inflatie hoger zijn dan wenselijk wordt geacht, is de werkelijke rente waarschijnlijk lager dan de natuurlijke rente. De hele redenering van Williams die hierop volgt, is gebaseerd op deze gedachte. De meeste economen staan achter deze aanname omtrent de natuurlijke rente, maar je kunt ook een andere visie hebben. Economen die de aanname van Williams verwerpen, kunnen uitkomen op een totaal ander beleidsadvies. Het is interessant of er, bijvoorbeeld, aanhangers van de Oostenrijkse school vertegenwoordigd zijn in Jackson Hole.

Hoewel we niets met zekerheid kunnen zeggen over de natuurlijke rente, kunnen we er wel zeker van zijn dat deze rente door de tijd heen op een neer beweegt en afhankelijk is van, onder meer, de potentiële groei van de economie. In de laatste kwart eeuw lijkt de potentiële economische groei bijna overal te zijn gedaald. Dit moet dus ook gelden voor de natuurlijke rente. Academici en centrale bankiers proberen het niveau van de natuurlijke rente te kwantificeren. Samen met een aantal Fed-collega's heeft Williams geraamd dat de natuurlijke rente, gecorrigeerd voor inflatie, in 1980 in de VS en de eurozone ongeveer 3% bedroeg, maar sindsdien is gedaald naar 1% in de VS en minder dan 0% in de eurozone.

Lage trendmatige groei: hoe lang nog?

Wat betreft de trendmatige groei gaat Williams ervan uit dat deze lange tijd heel laag blijft. Misschien krijgt hij gelijk, maar misschien ook niet. Hij verwijst naar de discussie over 'structurele stagnatie'. Het idee dat de trendmatige groei lange tijd heel laag blijft, kan juist blijken te zijn en ik begrijp de onderliggende overwegingen, maar de optimist in mij zegt dat dit niet kan kloppen. De technologische ontwikkeling is op veel gebieden naar mijn mening spectaculair te noemen. Dit moet, vroeg of laat, leiden tot een versnelling van de productiviteitsgroei en daardoor van de trendmatige groei van de economie als geheel. De discussie over structurele stagnatie is een schoolvoorbeeld van hoe economen vaak te werk gaan. Ze worden volledig verrast door een bepaalde ontwikkeling die ze niet hebben voorzien. Wanneer die specifieke ontwikkeling zich voordoet, proberen ze deze te rationaliseren door verklaringen te bedenken. Daarbij overtuigen ze zichzelf zo sterk van de juistheid van deze verklaringen dat ze ervan uitgaan dat deze dingen nooit meer kunnen veranderen. Maar goed ... laten we ervan uitgaan dat Williams gelijk heeft tot het tegendeel wordt bewezen. Conclusie: de natuurlijke rente is heel laag en zal heel laag blijven.

Omdat de inflatie ook is gedaald, is het niet verrassend dat de werkelijke rente zo laag is als die nu is. Om de economie zo nodig op korte termijn een duwtje in de rug te geven, moeten centrale banken de werkelijke marktrente tot onder de natuurlijke rente verlagen. In het geval van de eurozone zou dat een reële rente van minder dan 0% betekenen. Aangezien de inflatie op dit moment ongeveer 0% bedraagt betekent dit dat de ECB de werkelijke rente moet verlagen tot onder 0% om de economie te simuleren wanneer zij dit noodzakelijk acht. En dat is precies wat de ECB doet. Maar ook hier geldt dat je het ook oneens kan zijn met deze hele redenering.

Er is een grens aan hoe negatief de werkelijke rente kan worden. Als de werkelijke rente niet lager kan worden dan de natuurlijke rente, wordt het traditionele monetaire beleid ontkracht. Williams voert aan dat het verstandig is om na te denken over wat de beleidsreactie op een recessie moet zijn onder dergelijke omstandigheden.

Hoe overwin je de onmacht van de centrale bank?

Zijn antwoord is tweeledig. Ten eerste moeten beleidsmakers volgens hem proberen de trendmatige groei van de economie te verhogen, vooral door te investeren in onderwijs en infrastructuur. Ik vind altijd dat het bevorderen van investeringen in infrastructuur en onderwijs net zoets is als mensen aanmoedigen om hun tanden te poetsen; er is eigenlijk niets tegenin te brengen. Maar je moet ook rekening houden met de politieke realiteit en ik denk niet dat simpelweg het verhogen van de uitgaven aan infrastructuur en onderwijs al onze problemen zal oplossen. Overigens zijn de overheidsuitgaven aan infrastructuur in veel landen wel sterk verlaagd in tijden van bezuinigingen. Daarmee spanden de overheden duidelijk het paard achter de wagen.

Het tweede beleidsadvies van Williams is om het begrotingsbeleid actiever in te zetten om de conjunctuur te stabiliseren. Het probleem hierbij is dat het beleid wordt bepaald door politici die misschien een andere agenda hebben. Williams lijkt te suggereren dat dit probleem kan worden overwonnen door meer en krachtiger automatische stabilisatoren te creëren. Ik vind dit persoonlijk een heel interessant idee, dat zeker zal worden besproken in Jackson Hole. Maar ik denk ook dat dergelijke revolutionaire initiatieven een lang en gecompliceerd proces zijn.

Tot slot stelt Williams voor dat centrale banken hun inflatiedoel kunnen verhogen. Als ze er dan in slagen om de inflatie op te drijven, gaat ook de natuurlijke rente, vóór inflatie, omhoog en ontstaat er veel meer manoeuvreerruimte voor traditioneel monetair beleid. Dit idee werd voor het eerst gelanceerd door Olivier Blanchard, in 2010. Ik vind dit een interessant idee, maar de grote vraag is hoe je op een geloofwaardige manier je inflatiedoel kunt verhogen als je er niet in slaagt om de huidige, lagere doelstelling te halen. Het zal duidelijk zijn dat dit moet gebeuren via de inflatieverwachtingen, maar alleen het verhogen van de doelstelling is waarschijnlijk niet voldoende. Bovendien is dit een strategie die een centrale bank waarschijnlijk maar één keer kan proberen. Als het niet lukt, verliest zij immers alle geloofwaardigheid.

In het artikel van vier pagina's dat hij schreef als bijdrage aan de discussie, kan Williams uiteraard niet alle details van zijn ideeën uit de doeken doen. Ik kijk dan ook uit naar de rapporten en verhandelingen over de discussies die deze week tijdens het Jackson Hole-symposium plaatsvinden.

Ramingen hoofd- en financiële indicatoren

BBP-groei (%)	2014	2015	2016e	2017e	3M interbank rente	11/08/2016	18/08/2016	+3M	2016e	+12M	2017e
Verenigde Staten	2.4	2.6	1.7	1.8	Verenigde Staten	0.82	0.81	0.7	0.7	1	1.5
Eurozone	0.9	1.6	1.3	1.0	Eurozone	-0.30	-0.30	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35
Japan	-0.1	0.6	0.6	0.7	Japan	0.06	0.06	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Verenigd Koninkrijk	3.1	2.2	1.5	0.5	Verenigd Koninkrijk	0.39	0.38	0.3	0.3	0.3	0.3
China	7.3	6.9	6.5	6.0							
Nederland	1.4	2.0	1.5	1.2							
Wereld	3.4	3.1	2.9	3.1							
Inflatie (%)	2014	2015	2016e	2017e	10j-rente	11/08/2016	18/08/2016	+3M	2016e	+12M	2017e
Verenigde Staten	1.6	0.1	1.4	1.9	VS Treasury	1.57	1.54	1.4	1.4	1.6	1.8
Eurozone	0.4	0.0	0.3	1.5	Duitse Bund	-0.09	-0.08	-0.2	-0.2	-0.1	0.1
Japan	2.7	0.8	0.0	1.0	Euro sw ap rente	0.29	0.28	0.4	0.4	0.55	0.6
Verenigd Koninkrijk	1.5	0.0	0.5	2.3	Japans overheidspapier	-0.10	-0.08	-0.2	-0.3	0.2	0.0
China	2.0	1.4	2.0	2.0	VK gilts	0.54	0.55	0.8	0.5	0.3	0.2
Nederland	0.3	0.2	0.2	1.5							
Wereld	3.5	2.9	3.1	3.2							
Beleidsrente	18/08/2016	+3M	2016e	2017e	Wisselkoersen	11/08/2016	18/08/2016	+3M	2016e	+12M	2017e
Federal Reserve	0.50	0.50	0.50	1.25	EUR/USD	1.12	1.13	1.10	1.10	1.1	1.10
European Central Bank	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	USD/JPY	102.0	99.9	100	103	105	110
Bank of Japan	-0.10	-0.30	-0.30	-0.30	GBP/USD	1.30	1.32	1.27	1.20	1.25	1.35
Bank of England	0.25	0.25	0.25	0.25	EUR/GBP	0.86	0.86	0.87	0.92	0.88	0.81
People's Bank of China	4.35	4.35	4.10	3.85	USD/CNY	6.64	6.63	6.70	6.80	6.9	7.00

Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau.

DISCLAIMER

This document has been prepared by ABN AMRO. It is solely intended to provide financial and general information on economics. The information in this document is strictly proprietary and is being supplied to you solely for your information. It may not (in whole or in part) be reproduced, distributed or passed to a third party or used for any other purposes than stated above. This document is informative in nature and does not constitute an offer of securities to the public, nor a solicitation to make such an offer.

No reliance may be placed for any purposes whatsoever on the information, opinions, forecasts and assumptions contained in the document or on its completeness, accuracy or fairness. No representation or warranty, express or implied, is given by or on behalf of ABN AMRO, or any of its directors, officers, agents, affiliates, group companies, or employees as to the accuracy or completeness of the information contained in this document and no liability is accepted for any loss, arising, directly or indirectly, from any use of such information. The views and opinions expressed herein may be subject to change at any given time and ABN AMRO is under no obligation to update the information contained in this document after the date thereof.

Before investing in any product of ABN AMRO Bank N.V., you should obtain information on various financial and other risks and any possible restrictions that you and your investments activities may encounter under applicable laws and regulations. If, after reading this document, you consider investing in a product, you are advised to discuss such an investment with your relationship manager or personal advisor and check whether the relevant product –considering the risks involved- is appropriate within your investment activities. The value of your investments may fluctuate. Past performance is no guarantee for future returns. ABN AMRO reserves the right to make amendments to this material.

© Copyright 2016 ABN AMRO Bank N.V. and affiliated companies (*ABN AMRO)