

Inflatie is nu geen echt risico

Auteur
Jaap Koelewijn

Sinds hij weg is als directeur van het CPB verdeelt Coen Teulings zijn tijd over twee banen. Hij hield zijn aanstelling aan de UvA, maar sinds 1 oktober is zijn hoofd baan in Cambridge. Tijdens zijn ontvangst bij hem thuis in het Amsterdamse Oud Zuid oogt hij ontspannen. Vlak voor het begin van het gesprek werkt hij nog een e-mail met formules weg en geeft hij aan dat hij later nog deel zal nemen aan een conference call. Kortom, de tijd is beperkt. Of zijn ontspannenheid samenhangt met zijn vertrek uit het Haagse blijft een niet gestelde en dus ook niet beantwoorde vraag. De CPB-tijd is volgens Teulings met een reeks interviews in de media afgerond – hoewel hij er tijdens het interview er wel op terugkomt – en hij kijkt liever vooruit. Zijn aanstelling in Cambridge is nog te pril om er al veel over te kunnen vertellen. Voorlopig blijft hij met veel plezier in Amsterdam wonen. Het pendelen is te doen. 'Ik zit binnen 3,5 uur vanaf huis achter mijn bureau in Cambridge. Als je een paar keer heen en weer bent geweest, weet je hoe het nog sneller moet. Ik weet nu precies welk poortje op de luchthaven de kortste wachtrij heeft en wat het handigste tijdstip is. Het zal wel eens fout gaan, maar het loopt nu prima.'

Op de agenda voor dit interview stond het onderwerp van deze special: de discussie over nominaal en reëel. We spraken over de huidige lage inflatie en het pensioencontract. De geïnterviewde bepaalde zelf alleen ook een deel van de agenda, zodat een deel van het gesprek over de Nederlandse woningmarkt ging.

Zie je de huidige lage inflatie als een groot probleem of moeten we juist blij zijn dat hij zo laag is?

Ik denk dat we de risico's en de ernst van de oorzaken van de huidige lage inflatie onderschatten. Je kunt het ook anders formuleren, we maken ons veel te druk over de kans op inflatie, laat staan over hyperinflatie. Ik beschouw de lage inflatie als een gevolg van het niet opschonen van het banksysteem. Iedereen weet dat de banken nog probleemkredieten hebben, en dan uiteraard vooral in het vastgoed, en we weten ook dat banken de echte verliezen niet laten zien. Dat zullen ze dus wel moeten doen. De banken zijn nog steeds ondergecapitaliseerd. Als we het probleem van de ongezonde banken niet aanpakken, dan dreigt een Japans scenario: Lage groei, met stagerende kredietverlening als een van de oorzaken.

De ECB moet de inflatie beheersen rond een niveau van 2%. De inflatie is nu laag als gevolg van de vraaguitval, die deels het gevolg is van het harde bezuinigingsbeleid

dat nu vooral Zuid-Europa treft, de onderbezetting van het productieapparaat en de zeer moeizaam lopende kredietverlening. Dat laatste is een teken dat de banken een balansprobleem hebben.

Het is daarom goed dat de ECB onder leiding van Draghi de stap van nog een renteverlaging heeft gezet. Ik vind het zorgwekkend dat er kennelijk zo'n grote verdeeldheid binnen het bestuur leeft.

Wat zou men dan wel moeten doen?

Het tegenstemmen van de landen uit het Noorden is een signaal dat ze nog steeds vasthouden aan hun harde lijn. Zuid Europa moet zich aanpassen, zonder dat het Noorden al te veel hoeft te doen. Nu kun je niet ontkennen dat er in het Zuiden problemen waren en er ook nog steeds zijn. Spanje en Italië hadden door de te sterk opgelopen loonkosten hun concurrentiepositie zien verslechteren. Daardoor ging hun lopende rekening een tekort vertonen en dat maakte ze kwetsbaar omdat ze steeds afhankelijker werden van financiering vanuit het buitenland. Vooral Spanje heeft in dit opzicht echt goede stappen gezet. Hun tekort op de lopende rekening is gedaald, waardoor de afhankelijkheid van buitenlandse partijen is afgenomen. Verder helpt de ECB het Zuiden natuurlijk met het LTRO en OMT programma, hoewel in het kader van het OMT programma nog geen cent is uitgegeven. Daaruit blijkt hoezeer het gaat om een vertrouwenscrisis: alleen al de aankondiging van mogelijke interventie schept rust in de markt. Italië is een ander verhaal. Dat land is echt nog te duur en het zal moeten inzetten op een reductie van de loonkosten. We kunnen ons alleen wel de vraag stellen hoe de reductie van de loonkosten gerealiseerd zou moeten worden.

Wat zijn de alternatieven?

We moeten ons realiseren dat het om relatieve loonkosten gaat. De absolute loonkosten verlagen, gaat niet zo gemakkelijk. Dat zou een heel pijnlijk aanpassingsproces vragen. Het alternatief is dat de Noordelijke landen, en dan vooral Duitsland op enigerlei wijze hun bestedingen verhogen. Het Noorden heeft stevige spaaroverschotten en vooral Duitsland heeft budgettaire ruimte. Ook zou men kunnen overwegen om in het Noorden in bepaalde sectoren de lonen relatief meer te laten stijgen. Er zijn sectoren waar de lonen echt wel wat omhoog kunnen zonder dat hun concurrentiepositie gelijk gevaar loopt. Daardoor verbetert de relatieve concurrentiepositie van het Zuiden. De Euro zal daardoor iets verzwakken ten opzicht van andere



Coen Teulings

valuta, waardoor de gevolgen voor de concurrentiepositie van het Noorden beperkt zullen zijn.

Dat klinkt niet als verdediging van het huidige beleid. Daar zet ik ook vraagtekens bij. Het probleem van Nederland zit overwegend in de financiële sector en niet zozeer in de arbeidsmarkt dan wel de concurrentiekracht. De Eurozone als geheel heeft inmiddels een groot betalingsbalansoverschot (in Zuid Europa is de balans ongeveer in evenwicht, maar Noord heeft een groot overschot). Dat leidt in de wereld tot toenemende spanningen.

Verder moeten we vaart maken met de asset quality review. Als dat nodig is, dan zullen de banken hun balansen moeten versterken door eigen vermogen aan te trekken. Dat zullen de huidige aandeelhouders niet leuk vinden, maar balansverkorting door het verminderen van de uitstaande hoeveelheid krediet zal de deflatoire tendensen alleen maar verder versterken.

Hoe moeten de pensioenfondsen omgaan met het inflatierisico?

Ik zie inflatie niet als het grootste risico. Wel vind ik dat het pensioencontract aan vernieuwing toe is.

Kun je dat toelichten?

Ik denk dat het systeem van defined benefit niet langer houdbaar is. De pensioenfondsen kunnen door de demografische ontwikkelingen en het steeds rijper worden van de fondsen niet meer met de premies sturen. Ze zijn dus afhankelijk van de beleggingen en dat leidt tot andere risico's. Door het in stand houden van het DB systeem suggereer je de deelnemers dat er een bepaalde vorm van zekerheid bestaat, die er in werkelijkheid nu al niet meer is, zoals blijkt uit de achterblijvende indexatie. Op lange termijn is een pensioen per definitie een DC claim. Een fonds kan immers nooit meer uitkeren dan er in de kas zit. We zullen dus over moeten stappen naar een Collectief DC systeem. De implicaties daarvan zijn bekend. Je geeft de deelnemers geen garantie meer op een bepaalde uitkering. Feitelijk wordt die garantieverplichting nu ook al niet meer nagekomen, dus in dat opzicht verandert er weinig.

Hecht je dan geen waarde aan solidariteit tussen generaties?

Het probleem van solidariteit tussen generaties is dat je zeer complexe regelingen krijgt. Die regelingen zijn lastig uitvoerbaar en je krijgt ook allerlei discussies over de rekenrente. Dat moet je niet willen.

Wat stel je dan voor?

In een Collectieve DC wereld kun je het beste gaan werken met een systeem van generatierekeningen. Je bepaalt per jaarlijjn een asset mix die je in de loop van de tijd steeds defensiever gaat inrichten. De jongere generaties kunnen dan veel risico's nemen en hun asset mix wordt dan in de loop van de tijd steeds defensiever ingericht.

Dus op je 67e heb je alleen nog maar obligaties.

Nee, ik kan mij heel goed voorstellen dat je aan het eind van de opbouwfase nog een deel met risicodragende producten inricht. Op die leeftijd is er nog een flinke tijdshorizon, dus dan kun je best nog risico nemen, in ruil voor een hoger rendement.

Dan haal je wel een van de fundamenten onder ons pensioensysteem weg.

Dat weet ik niet. Dat fundament is er nu ook al niet meer. Linksom of rechtsom, op macro economisch niveau is de omvang van de pensioenpot altijd beperkt. Dat geldt ook voor de DB regelingen. Je kunt wel garanties geven, maar als die niet haalbaar, c.q. onbetaalbaar, zijn dan moeten de uitkeringen toch worden aangepast, of je dat nu leuk vindt of niet. Je moet mensen daarom niet vertellen dat ze een gegarandeerd pensioen hebben. Er zal altijd een risico bij de deelnemers terechtkomen. Dat kun je ze dan beter maar vertellen in plaats van ze schijnzekerheid te bieden.

Hoe moeten de pensioenfondsen omgaan met inflatierisico?

Dat is geen eenvoudige kwestie. We moeten ons goed realiseren dat we ons op macro niveau in een economie nooit tegen alle kwade kansen kunnen indekken. Een pensioenfonds dat zich zowel tegen inflatie als deflatie wil indekken geeft heel veel indexatiepotentieel weg omdat het middelen vrij moet maken om zich te verzekeren tegen deze risico's. Je kunt ook op een andere manier tegen inflatie aankijken. Uiteindelijk is een hoge inflatie een veiligheidsventiel waarmee de eerder opgebouwde druk uit het systeem kan ontsnappen. Dat zagen we in de jaren zeventig. Via de inflatie werden de reële lonen uiteindelijk verlaagd. Richting de toekomst is het niet onmogelijk dat de spanning die we nu opbouwen door het extreem ruime monetaire beleid een keer uitmondt in hogere inflatie. De deelnemers van de fondsen hebben de vruchten kunnen plukken van het herstel dat mogelijk werd door het ruime monetaire beleid. Mocht dat zo zijn, dan gaan die voor een deel weer verloren. Het pensioenvermogen is zo groot dat alle macro-economische effecten deels zullen doorwerken in het pensioen. Het is moeilijk om deze ontwikkelingen goed te voorzien, laat staan je er volledig tegen in te dekken. Ik herhaal mijn boodschap; op macro- niveau krijg je nooit alle risico's uit een systeem, je kunt ze hoogstens herverdelen. Dat betekent dat je risico's loopt die je vooraf niet goed kunt inschatten. Dat is dan niet anders.

Ik zou zelf graag een onderwerp willen agenderen

En dat is?

Ik wil het graag hebben over de Nederlandse woningmarkt. Daar speelt nu heel veel en de specifieke problemen van de Nederlandse economie hangen voor een belangrijk deel samen met de ontwikkelingen op de woningmarkt.

Verklaar je nader.

De woningmarkt is een heel bijzondere markt. Door een aantal oorzaken zijn de prijzen tot aan 2008 behoorlijk gestegen. Na 1995 kreeg de markt impulsen door een aantal maatregelen waardoor de vrije inkomens flink opliepen. Dat vertaalde zich uiteraard in hogere prijzen. Daarna was het zeer ruime monetaire beleid na 2003 een stevige prikkel voor verdere stijgingen. In combinatie met het beperkte aanbod leidde dat tot forse prijsstijgingen en in een enkel geval tot een hype.

Zoals hier in Zuid?

Ja, daar gingen de huizen op een gegeven moment boven de vraagprijis weg. Dat was geen probleem, want de banken waren toch wel bereid die extra kredietruimte te geven. Ik kon destijds de verbouwing van mijn huis makkelijk mee financieren.

Zijn huizen nog steeds niet te duur?

Dat denk ik van niet. In de eerste plaats heeft er – zeker regionaal – een forse correctie plaatsgevonden. In de tweede plaats is de betaalbaarheid van woningen toegenomen door de lagere rente. Ook in vergelijking tot huren, is kopen aantrekkelijk. Ik zie niet dat de Nederlandse huizenmarkt is overgewaardeerd. Zelfs hier in Amsterdam, waar de prijzen flink aan de maat lijken te zijn, zijn de prijzen in een internationale context ten opzichte van vergelijkbare Europese steden niet erg hoog. Daar zit het probleem niet.

Wat is het probleem dan wel?

Ik denk dat de huidige problemen voor een deel veroorzaakt worden door het gedrag van de toezichhouders. Zij hebben de eisen in korte tijd enorm verzaagd. Denk daarbij aan de inkomenseisen, het maximeren van de loan to value, de eisen op het gebied van aflossen en het inperken van de mogelijkheid om een hypotheeklening te hebben die hoger is dan de executiewaarde. Daardoor is de financierbaarheid van de markt aanzienlijk verslechterd. De reactie van de toezichhouders is naar mijn idee overdreven. Het lijkt wel of ze bezig zijn hun eigen risico's te managen in plaats van dat ze het probleem op de woningmarkt willen oplossen. Daarnaast zijn ze met onwerkbare maatregelen gekomen. Niemand snapt hoe de Blok hypotheek nu precies werkt en daarom wordt hij niet gebruikt.

Je kunt toch niet ontkennen dat er een probleem is?

Natuurlijk zijn er fricties op deelmarkten en in bepaalde regio's. Maar er geen sprake van overcapaciteit, terwijl het aantal huishoudens niet daalt en de productie van nieuwe woningen nu zo goed als stilgevallen is. Omdat het nu slecht gaat op deze markt daalt de consumptie en kunnen mensen niet verhuizen omdat ze met restschulden zitten. Dat heeft ook weer gevolgen voor de arbeidsmarkt.

Verder heeft de Nederlandse woningmarkt – en dan vooral de financiering daarvan – een aantal bijzondere kenmerken. Eigenlijk is er binnen Europa maar een markt waarmee je de Nederlandse kunt vergelijken, dat is de Deense. We leunen heel sterk op een hoge loan to value en er is sprake van hypotheek met een lange rentelooptijd. Daarnaast zijn we sterk afhankelijk van banken, die hun lange financiering op de kapitaalmarkt moeten ophalen. Dat was voor de kredietcrisis geen probleem, want ze konden die hypotheek als verhandelbare leningen doorverkopen, maar die markt zit nu op slot. De banken hebben dus een financieringsprobleem. Verder hebben de Nederlandse gezinnen weinig vrije besparingen. Het overgrote deel van de besparingen stoppen we in onze pensioenpotten en dat kan niet naar de aflossing van de hypotheek. De Nederlandse gezinnen hebben daardoor lange balansen. Ze hebben hoge hypotheek en veel pensioenbeleggingen. Er staat alleen een stevig schot tussen beide balansen en dat is nu een probleem.

Wat wilde je daar aan doen?

Ik denk aan twee veranderingen. In de eerste plaats zouden de gezinnen, en dan met name de jonge, een deel van hun besparingen moeten kunnen inzetten voor de aflossing van hun hypotheek. Daarmee kunnen ze sneller hun schulden afbouwen en dat geeft ze flexibiliteit. In de tweede plaats moeten we ervoor zorgen dat de pensioenfondsen meer mogelijkheden krijgen om hun beleggingen aan te wenden voor de financiering van hypotheek. Er zijn in die richting al plannen ontwikkeld en die moeten we doorzetten.

Dat betekent dat de overheid meer garanties moet gaan geven, want dat is een van de eisen van de pensioenfondsen.

Ja, dat is inderdaad het geval. Ik zie daar eerlijk gezegd het probleem niet zo van. De kans dat die garanties grootschalig ingeroepen zullen worden acht ik zeer gering. De Nederlandse huizenmarkt is in beginsel gezond. Er is geen sprake van extreme overwaarderingen, er zijn nu alleen problemen met de financierbaarheid. En vergeet niet dat de overheid nu ook al garanties geeft aan het bankwezen. Dat zagen we tijdens de kredietcrisis. Die garanties zijn noodzakelijk om de economie aan de gang te houden.

Je zou die garanties dus geen probleem vinden?

Kijk maar naar het Verenigd Koninkrijk. Daar heeft de overheid wel garanties gegeven. Daar is het herstel van de woningmarkt veel sneller gegaan.

En de restschulden?

Ook hier zien we de nadelige effecten van de verscherping van het toezicht. Waarom zouden mensen hun restschuld niet mee mogen financieren als ze een nieuw huis kopen? Dat nieuwe huis is in waarde gedaald, waardoor het relatief goedkoper is. Er is alleen minder zekerheid. Als mensen voldoende inkomen hebben en er is aflossingscapaciteit, dan zie ik het probleem niet.

En anders?

Als mensen niet kunnen betalen, moeten de banken de werkelijkheid onder ogen zien. Je kunt niet doen alsof er helemaal niets aan de hand is. Leningen die niet worden terugbetaald zal je moeten afboeken. Je kunt de problemen niet altijd maar voor je uit schuiven. Vooral nog gaat dat echter om een zeer kleine groep mensen.

Conclusie?

Of het nu gaat om pensioen of kredieten, je kunt geen toezegging doen als het geld er niet is of hopen dat het krediet wordt terugbetaald terwijl er geen onderpand of inkomen is. Vroeg of laat moet je de werkelijkheid onder ogen zien en ernaar handelen. ■