

Struisvogelpolitiek

De rente bereikte in 2019 in veel landen in de Eurozone historisch lage niveaus. Waar veel economen negatieve rentes tot voor kort voor onmogelijk hielden, is inmiddels het tegendeel bewezen.

Het langdurig lage niveau van de rente heeft forse consequenties voor de financiële sector. Pensioenfondsen hebben te kampen met lage dekkingsgraden en premieniveaus die bij lange na niet toereikend zijn om de benodigde opbouw te financieren. Banken hebben last van lagere rente opbrengsten, terwijl zij de negatieve korte rente maar lastig kunnen doorberekenen aan hun spaarders. Ook verzekeraars zien hun winstgevendheid terugvallen, vanwege eerder afgegeven garanties op financiële producten, die onder de huidige marktomstandigheden tot forse voorzieningen leiden. Niet voor niets zien verschillende internationale instanties (zoals het IMF) de lage rente als een van de grootste risico's voor de financiële sector. De vraag of en zo ja, hoe lang rentes nog laag blijven, houdt menig econoom bezig.

Veel partijen wijzen naar de ECB – en specifiek voormalig ECB-president Mario Draghi – als zondebok. Onder zijn acht jaar durende bewind is de officiële rente naar 0 procent gebracht (de beleningsrente voor banken zelfs naar -0,5 procent) en is ook nog eens voor enkele biljoenen euro aan obligaties van overheden en bedrijven opgekocht. Het beleid van de ECB is echter hooguit een deel van de oorzaak voor de lage rente. Er zijn ook structurele ontwikkelingen die tot een lagere rente leiden. Zo wordt er vanwege demografische ontwikkelingen meer gespaard, waardoor het aanbod van geld toeneemt. Evenals het grotere aanbod van geld vanuit China drukt dit de rente. Ook de toegenomen inkomensongelijkheid leidt tot meer aanbod van geld: rijke mensen sparen immers meer dan arme mensen. De vraag naar kapitaal blijft tegelijkertijd achter bij het toegenomen spaaraanbod: er zijn minder rendabele investeringen en de technologische vooruitgang die er wel is, is minder kapitaalintensief (bijvoorbeeld het gebruik van kunstmatige intelligentie).



Dit alles zorgt voor een groter spaaroverschot en dus een lagere rente.

Je zou verwachten dat beleidsmakers eensgezind optrekken om dit probleem aan te pakken. Dit is toch een ultieme kans voor de Eurozone om draadkracht te tonen. Niets is echter minder waar. Centrale banken en overheden wijzen met de vinger naar elkaar als het om de genomen beleidsmaatregelen gaat. Zo uitte DNB-president Klaas Knot openlijk kritiek op het ECB-beleid om de rente laag te houden. Het Duitse ECB-bestuurslid Sabine Lautenschläger stapte zelfs op. De Nederlandse politiek neemt intussen maatregelen, waardoor pensioenfondsen de gevolgen van de lage rente voorlopig kunnen negeren. Allemaal struisvogelpolitiek! Ook beleggers steken hun kop in het zand: de overmatige beschikbaarheid van goedkoop geld heeft vooralsnog vooral geleid tot oplopende huizenprijzen en aandelenkoersen. Het is maar de vraag hoe lang deze situatie houdbaar is.

Mario Draghi heeft zijn beleid altijd met volle overgave verdedigd. Hij waarschuwde dat door structurele ontwikkelingen het natuurlijke renteniveau in de Eurozone de komende jaren verder daalt. Bij een renteverhoging door de ECB zou de rente al snel boven het

natuurlijke niveau kunnen uitkomen, wat de inflatie verder zou drukken. Zijn opvolger Christine Lagarde is wat minder overtuigd van de noodzaak van een ultralage rente. Deze geeft weinig ruimte om te reageren als er weer een crisis komt. Lagarde gaat het ECB-beleid dit jaar dan ook uitgebreid evalueren. Super Mario vindt dat overheden de sleutel in handen hebben. Lagere belastingen moedigen aan om meer te spenderen. Daarnaast kunnen overheidsinvesteringen de toekomstige productiviteit verhogen.

Begrijpelijkerwijs zitten niet alle landen te wachten op hogere overheidsuitgaven en lagere belastingen. Dit zou weliswaar op korte termijn de uitgaven aanwakkeren, maar op langere termijn tot hogere schuldenlasten leiden. Mocht de rente dan toch gaan stijgen, dan kunnen deze lasten wel eens onhoudbaar blijken. Er zijn echter ook overheidsmaatregelen te bedenken die meer toekomstbestendig zijn. Menno Middeldorp van Raboresearch benoemt er enkele. Overheden kunnen belastingen niet alleen verlagen, maar ook gebruiken om te herverdelen, van huishoudens met een hoger naar huishoudens met een lager inkomen die minder sparen. Het stimuleren van de arbeidsparticipatie van ouderen helpt de impact van demografische ontwikkelingen te temperen. Daarnaast speelt de overheid een belangrijke rol in technologische vooruitgang. De basis voor innovatie wordt immers gevormd door publiek onderzoek en onderwijs.

Het is voor beleidsmakers – en beleggers – niet zozeer de vraag om te voorspellen of de rente nog lang laag blijft, maar vooral om na te denken over beleid dat in de verschillende rentescenario's werkt. Je kop in het zand steken is daarbij geen optie!

Loranne van Lieshout

Namens de commissie risicomanagement