

Geo-economische fragmentatie leidt tot structureel hogere rente

Zowel de Federal Reserve als de Europese Centrale Bank hebben de rente de afgelopen tijd flink verhoogd om de inflatie te bestrijden. Vanwege de geo-economische fragmentatie is het waarschijnlijk dat de rentestanden structureel hoger zullen blijven.

IN HET KORT

- De geo-economische fragmentatie en het veranderende handelsbeleid brengen transactiekosten met zich mee.
- Gefragmenteerde arbeidsmarkten leiden daarnaast tot hogere loonkosten en lagere winsten, hetgeen de rente opdrijft.
- Het ligt niet voor de hand dat het tijdperk van ultra-lage rentes zal terugkeren, zelfs bij een lagere inflatie.

HELEEN MEES

Columnist bij de Volkskrant

De laatste twintig jaar was de rente in het Westen historisch laag. De lage rente was het gevolg van de verregaande liberalisering van de wereldhandel in de afgelopen decennia (Mees, 2020). Het liberaliseringstijdperk begon in 1980, en kenmerkte zich door de geleidelijke opheffing van de handelsbelemmeringen vis-à-vis de opkomende economieën, en de ongekende niveaus van de internationale economische samenwerking. De belangrijkste mijlpalen waren de oprichting van de Wereldhandelsorganisatie (WTO) in 1995, en in 2001 de integratie van China in het wereldwijde economische systeem.

Inmiddels zijn we een pandemie en een brute Russische invasie in Oekraïne verder en kampt het Westen met flinke inflatie. Volgens Eurostat zijn in 2022 de prijzen in de eurozone met 9,2 procent op jaarbasis gestegen. Hoewel de 2021 - 2022 inflatiegolf van voorbijgaande aard lijkt, ligt het niet voor de hand dat het tijdperk van ultra-lage rentes terugkeert. Er zijn namelijk aanwijzingen dat de liberalisering op zijn einde loopt. En dat zal waarschijnlijk effect hebben op de hoogte van de beleidsrente in het Westen. In dit artikel bespreek ik de oorsprong van de lage rentestanden, en de impact van geo-economische fragmentatie op de hoogte van de rente.

Lage rente gevolg van liberalisering

De liberalisering van de wereldhandel was gericht op het elimineren van de transactiekosten die samenhangen met het internationale verkeer van goederen, diensten, kapitaal en

financiën. De transactiekosten omvatten niet alleen tarieven en quota, maar ook nationale regelgeving ten aanzien van onder meer productveiligheid, milieu en intellectueel eigendom. Dankzij de liberalisering konden bedrijven hun activiteiten wereldwijd zo organiseren dat ze profiteerden van de laagste arbeidskosten, de soepelste regelgeving en de laagste belastingdruk. Dit leidde zowel tot lagere inflatie als lagere rente.

Meer wereldhandel, minder inflatie

Tussen 1980 en 2020 nam de wereldhandel – de som van de mondiale uitvoer en invoer – toe, van 30 tot 55 procent van het wereldwijde bruto binnenlands product (bbp). Behalve de handel namen ook de grensoverschrijdende kapitaalstromen toe, waaronder de buitenlandse directe investeringen, bankleningen en het aandelenbezit. De internationalisering van het kapitaalverkeer maakte het voor bedrijven eenvoudiger om in die landen te investeren waar de productiekosten het laagst waren. In deze periode stegen wereldwijd de bedrijfswinsten – uitgedrukt als percentage van het bbp met bijna tien procentpunt; terwijl de lonen – uitgedrukt als percentage van het bbp wereldwijd daalden (Mees, 2016).

De liberalisering van de internationale handel zorgde voor een zeer gematigde prijsontwikkeling. Het Centraal Planbureau stelt dat er in Nederland, dankzij de handel met China, voor consumenten meer diversiteit aan producten is gekomen tegen een (flink) lagere prijs (Freeman et al., 2022). Amerikaans onderzoek concludeert dat de inflatie in de Verenigde Staten, tussen 1994 en 2017, ieder jaar één procentpunt lager is uitgevallen dankzij de handel met China (Lau en Tang, 2018). Dat wil zeggen dat het prijspeil in de VS, volgens de onderzoekers, 27 (!) procent hoger zou zijn geweest zonder de handel met China. Tussen 2000 en 2020 kwam de inflatie in de Verenigde Staten en de eurozone op jaarbasis zelden boven de twee procent uit.

Lage inflatie, lage rente

De lage inflatie in de periode van mondiale liberalisering had een drukkend effect op de rente. Vanwege de lage inflatie, hoefden de centrale banken de beleidsrente in de afgelopen twee decennia nauwelijks te verhogen om de prijzen te stabiliseren. Het mandaat van de Europese Centrale Bank (ECB) is het bewaren van prijsstabiliteit in de eurozone. De ECB (2021) heeft dit ingevuld met een inflatiedoelstelling van twee procent per jaar. De Federal Reserve heeft een dub-



belmandaat, dat wil zeggen dat het Amerikaanse stelsel van centrale banken moet streven naar maximale werkgelegenheid, prijsstabiliteit en een gematigde langetermijnrente. De Federal Reserve definieert prijsstabiliteit als een inflatie van twee procent op jaarbasis over de langere termijn.

Als de inflatie langere tijd hoger is dan twee procent, zullen de centrale banken doorgaans de beleidsrente verhogen. Door de rente te verhogen of te verlagen, kunnen centrale banken de kredietgroei inperken dan wel vergroten om de economische groei af te remmen of aan te jagen. Ook via de waarde van vaste activa beïnvloedt de rente de economische groei. Als de rente stijgt, daalt de waarde van aandelen en huizen – en omgekeerd. Mensen geven meer geld uit als ze zich vermogender wanen – het zogenaamde ‘vermogens-effect’. Als de inflatie daalt, kunnen de centrale banken de rente weer verlagen.

Vanwege de lage beleidsrente bleef ook de langetermijnrente laag. Deze weerspiegelt in beginsel de marktverwachtingen van de toekomstige rente. Als de markt verwacht dat de centrale bank de beleidsrente gaat verlagen, dan daalt de langetermijnrente, en andersom.

Einde van liberalisering

De eerste barsten in het tijdperk van ongebreidelde globalisering kwamen, in de vorm van Brexit en de overwinning van Donald Trump bij de Amerikaanse presidentsverkiezingen in 2016. In 2018 lanceerde Trump een handelsoor-

log om China onder druk te zetten en zijn oneerlijke handelspraktijken te beëindigen – waaronder de gedwongen overdracht van technologie, de beperkte toegang van westerse bedrijven tot de Chinese markt, de diefstal van intellectueel eigendom en de subsidies aan staatsbedrijven. De strafheffingen die Trump destijds invoerde, zijn nog steeds van kracht.

De corona-pandemie zorgde in 2020 bovendien voor een hartinfarct in de internationale vrijhandel, wat de ogen openden voor de kwetsbaarheden ervan. Hoewel de pandemie een typische *black swan*-gebeurtenis is, is het gepercipieerde risico gestegen dat een pandemie zich kan voordoen. Bovendien heeft de crisis, door haar ontwrichtende karakter, de aandacht gevestigd op andere risico's, zoals de ontwrichting die zou kunnen ontstaan als landen handelsbeperkingen inzetten als geopolitiek instrument, en de economische schokken die verband houden met de klimaatverandering.

De meeste bedrijven willen niet langer alle eieren in één mandje stoppen. Ze kijken niet alleen of de bevoorradingsketens kostenefficiënt zijn, maar ook of ze veerkrachtig zijn. Behalve een toename van de voorraden vindt er daarom ook een geografische spreiding van de bevoorradingsketens plaats, wat nieuwe transactiekosten met zich meebrengt. De termen *reshoring*, *onshoring* en *nearshoring* kwamen in 2022 ruim tien keer zo vaak voor in de jaarverslagen als in 2019 (Aiyar et al., 2023).

Fragmentatie leidt tot hogere rente

Als de wereld uiteenvalt in handelsblokken, zullen de voordelen die vrijhandel de wereld de afgelopen decennia heeft gebracht deels verdwijnen. Zonder vrijhandel is er minder specialisatie van de productie, wat de productiviteit en efficiëntie van de productieprocessen schaadt. Zonder vrijhandel is de markt kleiner en is er minder concurrentie, waardoor bedrijven minder efficiënt produceren en ze consumenten hogere prijzen in rekening brengen. Zonder vrijhandel is er ook minder technologische vooruitgang en een verlies aan welvaart. De geo-economische fragmenta-

tie zal via hogere productiekosten en hogere consumentenprijzen tot een hogere rente leiden.

De economische fragmentatie lijkt niet van voorbijgaande aard te zijn. Met de Russische invasie in Oekraïne is het tijdperk van ongebreidelde globalisering dat eind jaren negentig begon, definitief ten einde gekomen (kader 1). Europa heeft verstrekkende sancties afgekondigd, en in minder dan een jaar tijd de afhankelijkheid van Russische energiebronnen tot vrijwel nul gereduceerd – nadat Rusland in de aanloop van de invasie de gastoevoer naar Europa al had afgeknepen.

De Russische invasie in Oekraïne heeft pijnlijk duidelijk gemaakt hoe gevaarlijk het is om je afhankelijk te maken van één leverancier, wat voor bedrijven opnieuw een prikkel is om hun bevoorradingsketens kritisch tegen het licht te houden. Dat de Russische economie in 2022 niet met vijftien procent kromp, zoals werd voorspeld (Reuters, 2022), maar slechts met 2,1 procent, komt doordat de sancties niet wereldwijd navolging vonden. China heeft Rusland de helpende hand bereikt door gas en olie te kopen, en de export van chips aan Rusland op te voeren. De 'Global South', waaronder landen als India, Brazilië en Zuid-Afrika, hebben geweigerd partij te kiezen bij de oorlog in Oekraïne en zijn handel blijven drijven met Rusland. Dit tekent de geo-economische fragmentatie.

Behalve de conflicten en politieke onzekerheid die bedrijven aanzetten om te onshoren, reshoren, nearshoren en friendshoren, zijn er ook pull-factoren, zoals de CHIPS Act en de Inflation Reduction Act die bedrijven stimuleren om in de Verenigde Staten te investeren. De Inflation Reduction Act subsidieert de productie van elektrische auto's die worden gemaakt in de Verenigde Staten en in landen die een vrijhandelsovereenkomst met de VS hebben, maar niet met de EU of China. Het betekent dat de elektrische auto's niet langer worden geproduceerd waar de comparatieve voordelen het grootst zijn, maar daar waar de hoogste subsidies worden uitgelooft.

Beperkt arbeidsaanbod

De geo-economische fragmentatie betekent tevens het einde van het tijdperk van onbeperkt arbeidsaanbod dat de wereldeconomie de afgelopen decennia gekenmerkt heeft. Dat heeft gevolgen voor de lonen, de vraag, de winsten en de rente.

Hogere lonen

Het onbeperkte arbeidsaanbod was het gevolg van de integratie van China – en in mindere mate India – in de wereldeconomie rond de eeuwwisseling, waar aan het begin deze eeuw nog aanzienlijke delen van de bevolking in (absolute) armoede leefden.

De gevolgen van het onbeperkte aanbod van arbeid waren ook voelbaar in geavanceerde economieën, waar de lonen in de afgelopen decennia stagneerden. Bedrijven konden overwinsten realiseren door de productie te outsourcen of offshoren naar landen waar de fabriekslonen maar iets boven het lokale bestaansminimum uitstegen. Doordat het onbeperkte aanbod van arbeid de lonen laag hield, bleven ook de inflatie en de rente laag.

Als de productie niet langer kan worden geoffshored

Chipsoorlog en Friendshoring

KADER 1

Ook in andere domeinen wordt de geo-economische fragmentatie zichtbaar. In oktober 2022 legden de Verenigde Staten ingrijpende beperkingen op aan de export van geavanceerde chips naar China, en ook van de machines waarmee je die chips kunt vervaardigen. Het argument dat de regering-Biden hanteert voor het Amerikaanse exportverbod, is dat China de geavanceerde chips gebruikt om militair materieel te produceren en mensenrechten te schenden. Volgens de Amerikaanse regering worden de chips van chipmaker Nvidia worden door China gebruikt om massa's mensen in de Chinese provincie Xinjiang in de gaten te houden. Maar geavanceerde chips worden ook gebruikt in mobiele apparaten, elektrische auto's en game-consoles. En ze vormen de basis voor de volgende generatie technologie, van 5G-internet tot cloudservices en kunstmatige intelligentie.

De exportcontroles zullen Chinese technologiebedrijven aan banden leggen, van chipmakers tot AI-bedrijven. Zonder de toegang tot grote hoeveelheden van deze chips zal China technologisch achterop raken. Het lijkt erop dat het de Verenigde Staten daarom te doen is.

Beijing kan terugslaan met eigen exportrestricties (en heeft in maart dit jaar een klacht ingediend bij de WTO over de Amerikaanse exportrestricties). Het kan bijvoorbeeld de export van zeldzame metalen – waar het nu vrijwel een monopolie op heeft – aan banden leggen. De Verenigde Staten zijn voor veertien kritieke materialen volledig afhankelijk van invoer, en de EU is voor 98 procent van de zeldzame metalen die men gebruikt afhankelijk van China (Lagarde, 2023). Zeldzame metalen zijn onmisbaar in onder meer batterijen voor elektrische auto's en windturbines. Chinese exportrestricties zouden de energietransitie in het Westen ernstig bemoeilijken.

In een scenario waarin China via dwang een einde zou maken aan de autonomie van Taiwan zou er zelfs een echte oorlog kunnen ontstaan tussen de VS en China. Die zou niet alleen veel mensenlevens eisen, maar ook grote gevolgen hebben voor de levensstandaard in het Westen. De Taiwanese chipfabrikant TSMC produceert zestig procent van alle chips in de wereld, en negentig procent van de meest geavan-

ceerde chips. Die fabriek zou kunnen worden vernietigd of in Chinese handen kunnen vallen, met grote gevolgen voor de chipleveranties aan het Westen.

Vanuit de politiek komen er als reactie op de potentiële conflicten tussen grootmachten voorstellen om handelsbeleid aan te passen aan de geopolitieke werkelijkheid. De Verenigde Staten en Europa doen hun uiterste best om de productie van zeldzame aardmetalen en chips in eigen handen te krijgen. Op 9 augustus 2022 heeft president Biden de *CHIPS and Science Act* ondertekend, die voorziet in 280 miljard dollar om het binnenlands onderzoek naar en de productie van halfgeleiderchips in de Verenigde Staten te stimuleren. TSMC investeert veertig miljard dollar in de bouw van een tweede chipfabriek in de Amerikaanse staat Arizona – bij wijze van risicoafdekking tegen China. Duitsland looft aan het Amerikaanse Intel bijna tien miljard subsidie uit om in Duitsland een chipfabriek te komen bouwen. Het tekent hoe pessimistisch de westerse overheden zijn over het perspectief voor de buitenlandse handel.

De Amerikaanse minister van Financiën, Janet Yellen, heeft Amerikaanse bedrijven opgeroepen om alleen nog maar te *friendshoren*, oftewel te investeren in 'vertrouwde landen' (Yellen, 2022). Er zijn geen realtime data voorhanden om te beoordelen in hoeverre bedrijven gevolg geven aan Yellens oproep. Tesla heeft Yellens oproep in ieder geval in de wind geslagen, want het bedrijf gaat een fabriek in Shanghai bouwen om een energieopslagsysteem te produceren voor de opslag van hernieuwbare energie. Een hoge functionaris in de regering-Biden omschreef Tesla als een Chinees bedrijf met een Amerikaanse dochteronderneming. Ook Apple heeft de afgelopen tien jaar zo veel geïnvesteerd in de optimalisering van de productieketen in China, dat het vrijwel onmogelijk zal zijn om zich van China los te weken. Sinds Apple, door de coronalockdowns in Guangzhou zijn productiedoelstellingen miste, heeft het bedrijf wel de productie van iPhones in India verdrievoudigd – bijna zeven procent wordt nu in het land geproduceerd. Tegen 2025 wil Apple een kwart van alle iPhones in India produceren, voornamelijk voor de lokale markt.

of geoutsourcet naar landen met lage lonen, maar wordt teruggehaald naar het Westen, dan ligt het voor de hand dat de lonen hier zullen stijgen als percentage van het bbp en de bedrijfswinsten zullen dalen. De afgelopen decennia was dat precies andersom. Toen daalde het arbeidsaandeel in het bbp en steeg het winstaandeel. De daling van de bedrijfswinsten als percentage van het bbp zal groter zijn ingeval multinationals door de geo-economische fragmentatie ook de toegang tot belangrijke afzetmarkten verliezen.

Overigens heb ik in deze analyse nog niet eens rekening gehouden met de gevolgen van de AI-revolutie, een techniek die waarschijnlijk arbeidsbesparend is en dus ook effect kan hebben op de arbeidsmarkt.

Hogere vraag

De geo-economische fragmentatie kan in het Westen gaan zorgen voor een meer robuuste en inclusieve economische groei. Een effect van hogere lonen is een hogere consumptieve vraag, omdat hogere lonen vooral ten goede zullen komen aan de inkomensgroepen die het meest geneigd zijn om hun inkomen daadwerkelijk uit te geven. De periode van vóór corona werd gekenmerkt door seculiere stagnatie, dat wil zeggen 'een structureel tekortschietende vraag'. Dat is nu voorbij. De checks die de Amerikaanse regering stuurde tijdens de pandemie aan iedereen met een laag of middeninkomen, zorgden voor een hausse aan consumentenbestedingen (Carroll et al., 2020) en maakten een einde aan een decennium van lusteloze economische groei.

Lagere winsten en stijgende rente

De ongebreidelde globalisering en torenhoge bedrijfswinsten zorgden de afgelopen twee decennia niet voor hogere bedrijfsinvesteringen, maar resulteerden juist in hogere bedrijfsbesparingen. Er was bijgevolg een spaaroverschot – dat wil zeggen dat de gewenste besparingen groter waren dan de gewenste investeringen. Om de gewenste besparingen en investeringen in evenwicht te brengen, moest de rente dalen. En in de praktijk werd er massaal belegd in (staats)obligaties, wat de prijs van de obligaties opdreef en de rente ervan omlaag duwde.

Wanneer de bedrijfswinsten als percentage van het bbp zullen dalen als gevolg van hogere loonkosten, en de bedrijfsbesparingen afnemen, zal de rentecurve – de verschillen in rente tussen korte- en langetermijnobligaties – steiler worden omdat de afname in investeringen in staatsobligaties niet langer de rentecurve samenperst. Dat zal resulteren in een langetermijnrente die stijgt.

Conclusie

De wereldeconomie is aan het uiteenvallen in concurrerende blokken. De geo-economische fragmentatie heeft verstrekende gevolgen voor de wereldwijde bevoorradingsketens, en maakt de wereldeconomie vatbaar voor aanbodschokken. Volgens een analyse van de ECB kan de versnippering van de mondiale bevoorradingsketens langs geopolitieke lijnen tot een stijging van de consumentenprijzen leiden van vijf procent op de korte termijn tot ongeveer één procent op de lange termijn (Attinasi et al., 2023).

Drie jaar geleden betoogde ik dat de rente laag was

omdat China en India in de wereldeconomie waren geïntegreerd, en er daardoor een overschot aan arbeid was, waardoor in westerse landen de lonen stagneerden en er onvoldoende effectieve vraag was – wat weer resulteerde in een spaaroverschot (Mees, 2020). Nu de wereld voor onze ogen versplintert, gaat die analyse niet langer op – en zal de rente structureel hoger zijn dan we het afgelopen decennium gewend waren.

Literatuur

- Aiyar, S., J. Chen, C.H. Ebeke et al. (2023) *Geoeconomic fragmentation and the future of multilateralism*. International Monetary Fund, Staff Discussion Note, 2023/001.
- Attinasi, M.-G., L. Boeckelmann en B. Meunier (2023) *Friend-shoring global value chains: A model-based assessment*. ECB Economic Bulletin, 2/2023.
- Carroll, C. D., Crawley, E., Slacalek, J., M. N. White (2020) *How has the US coronavirus aid package affected household spending*. Research Bulletin, 75.
- ECB (2021) *Strategy review: An overview of the ECB's monetary policy strategy*. Europese Centrale Bank. Artikel te vinden op www.ecb.europa.eu.
- Eickmeier S. en B. Hofmann (2022) *What drives inflation? Disentangling demand and supply factors*. BIS Working Paper, 1047.
- Freeman, D., G. Meijerink, R. Teulings et al. (2022) *Economische verwevenheid met China via handel: twee kanten van een medaille*. CPB/CBS, juni.
- Lagarde, C. (2023) *Central banks in a fragmenting world*. Presentatie bij de Council on Foreign Relations' Series on International Economics. 17 april, New York. Te vinden op www.ecb.europa.eu.
- Lau, L.J. en J. Tang (2018) *The impact of U.S. imports from China on U.S. consumer prices and expenditures*. IGEF Working Paper, 66.
- Mees, H. (2016) *The Chinese birdcage: How China's rise almost toppled the West*. New York: Palgrave Macmillan.
- Mees, H. (2020) *De rente is laag omdat China en India nu economisch meedoen*. ESB, 105(4781), 12–15.
- Reuters (2022) *Four weeks of war scar Russia's economy*. Artikel te vinden op www.reuters.com.
- Yellen, J. (2022) *Special address by US Treasury Secretary Janet L. Yellen*. Presentatie bij de Atlantic Council. 13 april, Washington.