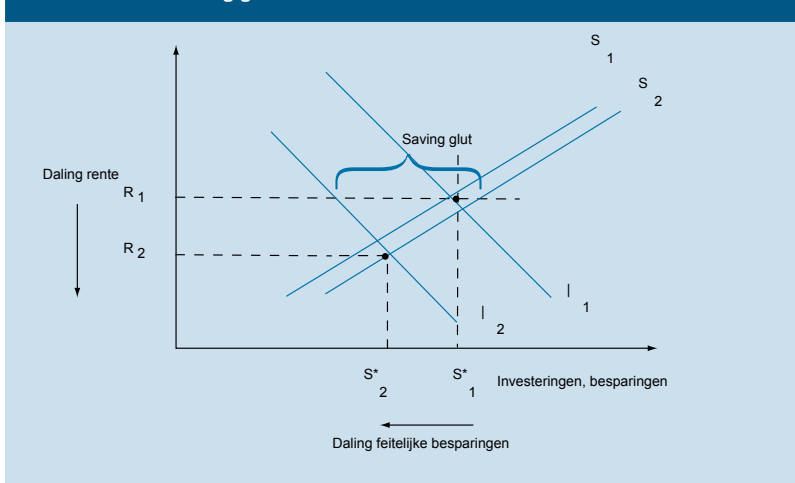


# Lagere rente en discontovoet?

Van Ewijk en Tang bepleiten in hun artikel in ESB van 5 mei een verlaging van de discontovoet bij het evalueren van projecten. Een dergelijke evaluatie is inderdaad geboden. Het is echter voorbarig om een (forse) verlaging van de discontovoet te bepleiten.

figuur 1

De 'Saving-glut'



Van Ewijk en Tang bepleiten een verlaging van de discontovoet die wordt gebruikt in kosten-baten-analyses (Van Ewijk & Tang, 2006). De risicovrije discontovoet bedraagt thans vier procent in reële termen. Wanneer rekening wordt gehouden met risico, moeten daar drie procentpunten bij worden opgeteld. Zeven procent in het totaal dus. Ik ben het met de auteurs eens dat het goed is de te gebruiken discontovoet nog eens te bezien. De conclusie dat de discontovoet omlaag moet, is echter voorbarig.

De auteurs bereiken deze conclusie vooral door naar het verleden te kijken. Ze hebben gelijk dat de huidige reële rente (aanmerkelijk lager dan vier procent) niet uitzonderlijk is in historisch perspectief. Ze wijzen daar terecht op en voegen daar aan toe: *“Er zijn weinig aanwijzingen dat de rente naar het niveau van de jaren tachtig zal terugkeren”*.

De onderbouwing van deze opmerking is echter mager. De auteurs verwijzen naar de tijdelijk hoge besparingen in Azië, maar die zouden worden gecompenseerd door tijdelijk lage besparingen in de Verenigde Staten.

Ik stel voor dat een eventueel nader onderzoek naar de te gebruiken discontovoet naast een verder uitgewerkte historische analyse, een gedegen analyse maakt van de krachten die de recente lage rente hebben bepaald. Vervolgens zou op grond van laatstgenoemde analyse moeten worden bekeken hoe deze

krachten zich naar verwachting in de toekomst zullen ontwikkelen. Een historische analyse is te beperkt. Ook hier geldt: rendementen uit het verleden bieden geen garantie voor de toekomst.

In het vervolg van deze reactie geef ik een aanzet voor deze analyse. Hoewel Alan Greenspan als voormalig voorzitter van de Federal Reserve Board de recente lage lange rente een raadsel heeft genoemd, zijn er ten minste zes factoren te noemen die mogelijk aan het bestaan van een te lage lange rente hebben bijgedragen. Ik behandel deze zes hypothesen achtereenvolgens: de zogenoemde 'saving-glut', de sterke verruiming van het monetaire beleid, toenemende risicovoorkeur van beleggers, de toegenomen stabiliteit van de wereldeconomie, de vergrijzing en de nieuwe pensioenregulering. Daarbij wordt steeds kort de vraag behandeld of de genoemde factor ook in de toekomst voor een lage rente blijft zorgen.

## De 'saving-glut'

De 'saving-glut' (Bernanke, 2005) houdt in dat sinds eind jaren negentig op wereldschaal de investerings-geneigdheid relatief sterk is gedaald ten opzichte van een relatief minder sterk gestegen spaargeneigdheid. Om evenwicht tussen besparingen en investeringen te krijgen, moest de rente dalen. Bij de oorspronkelijke rentevoet zou een spaaroverschot zijn ontstaan (de 'saving-glut'). De feitelijke besparingen en investeringen kwamen tegelijkertijd lager uit.

Figuur 1 vat dit schematisch samen.  $I_1$  en  $S_1$  zijn de oorspronkelijke spaar- en investeringsfuncties op wereldschaal. Het evenwicht wordt bereikt bij een rente  $R(1)$ . De verschuivingen naar  $I_2$  en  $S_2$  doen bij de oude rente de 'saving-glut' ontstaan.

Het nieuwe evenwicht komt tot stand bij een rente  $R(2)$  en lagere feitelijke besparingen en investeringen. Wat zit achter de gedaalde spaargeneigdheid?

De volgende factoren spelen mogelijk een rol:

- In de opkomende economieën, met China voorop, is de spaargeneigdheid toegenomen. Voorzorgsparen is daarbij in China een belangrijke reden voor de toegenomen besparingen, omdat de overheid minder zorgt voor sociale zekerheid en uitgaven voor de gezondheid (IMF, 2005);
- In sommige, vooral Europese, landen is het voorzorgsparen door onzekerheid over de toekomst van het socialezekerheidsstelsel toegenomen;
- In nogal wat landen zijn bedrijven meer gaan sparen. Het IMF besteedt daar in de jongste World Economic Outlook uitgebreid aandacht aan (IMF, 2006a);
- De stijging van de olieprijs heeft inkomen overgeheveld naar landen met een relatief hoge spaargeneigdheid (IMF, 2006b).

## LEX H. HOOGDUIN

De auteur is global chief economist van Robeco en hoogleraar monetaire economie en financiële instellingen aan de Universiteit van Amsterdam.

lex.hoogduin@robeco.nl

De spaargeneidheid in de Verenigde Staten is afgenomen door minder particuliere besparingen en een toeneming van het overheidstekort, maar deze daling is kleiner dan de toeneming van de spaargeneidheid op wereldniveau op grond van de bovengenoemde factoren. Bovendien is de daling van de particuliere spaargeneidheid vermoedelijk vooral ook een gevolg van de verruiming van het Amerikaans monetaire beleid (zie de volgende verklaring van de lage rente). Van alle bovengenoemde factoren is het te betwijfelen of ze permanent zijn. China voert een beleid gericht op het verhogen van de consumptie. In Europa kan het vertrouwen terugkomen. Het is te verwachten dat de bedrijvensector weer spaartekorten zal laten noteren, zoals normaal is (zie ook hierna over de investeringen). Olie landen zullen vermoedelijk meer gaan besteden als hogere olieprijs permanent blijken. Al met al is een opwaartse druk op de rente te verwachten.

Waarom is de investeringsgeneidheid afgenomen? De volgende elementen spelen wellicht een rol:

- Na de Aziëcrisis zijn de investeringen in die landen sterk gedaald (IMF, 2005)
- Na het barsten van de internetzeepbel zijn overcapaciteit en een verkeerde productiestructuur ontstaan. Die moet worden weggevoerd voordat er weer volop wordt geïnvesteerd. Dit verklaart ook waarom hoge winsten en ruime kasvoorraden vooral worden gebruikt om eigen aandelen in te kopen of fusies en overnames te financieren en minder om de eigen productiecapaciteit uit te breiden;
- Economieën worden steeds meer diensteneconomieën en die zijn mogelijk minder kapitaalintensief dan industriële economieën;
- De prijs van investeringen in automatisering daalt in relatieve termen. In nominale termen zijn daardoor minder investeringsuitgaven nodig voor een gegeven investeringsvolume (Goldman Sachs, 2006);
- Bedrijven buiten de opkomende economieën zijn huiverig te investeren in bedrijfstakken die concurrentie ondervinden uit China, India, Brazilië, Rusland en andere opkomende economieën;
- Nieuwe wetgeving na bedrijfsschandalen als bij Enron (de Sarbanes-Oxley Act) heeft bedrijven voorzichtig gemaakt om te investeren.

Deze zes factoren hebben deels slechts tijdelijk invloed. Dat geldt vooral voor de gevolgen van de Azië-crisis en het barsten van de internetzeepbel. Op de lange termijn kan een hogere investeringsgeneidheid worden verwacht, als de invloed van deze factoren is uitgewerkt. Een opwaartse druk op de rente in de toekomst is dan het gevolg.

### Verruiming van het monetaire beleid

Om het effect van het monetaire beleid op de lange rente te illustreren, geef ik eerst de situatie die was ontstaan als gevolg van de saving-glut (met rente  $R(2)$  in figuur 1) weer in een IS/LM schema (zie figuur 2).

De saving-glut leidde tot een deflatoire druk in de wereldeconomie. De consumptie en investeringen groeiden immers minder snel door de daling van de investeringsgeneidheid en de toeneming van de spaargeneidheid. Het wereldinkomen dreigde beneden de capaciteit uit te komen ( $Y(2) < Y^*$ ). Hierop is door het monetaire beleid, vooral in de Verenigde Staten, gereageerd door de beleidsrente fors te verlagen van 6,5 procent naar 1 procent. Alleen 2001 werd hierdoor een wat minder jaar voor de wereldeconomie. Daarna is

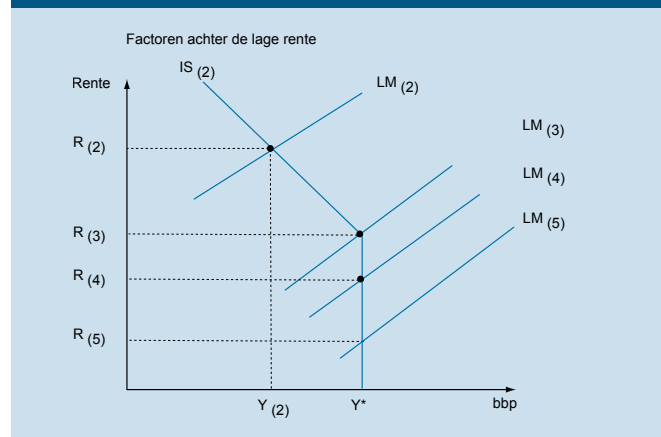
het herstel opmerkelijk geweest. De inflatie en inflatieverwachtingen bleven laag en stabiel. De lange rente kon daardoor met de beleidsrente mee dalen.

Getileerd staat dit weergegeven in figuur 2. De verruiming van het monetaire beleid bracht de lange rente omlaag van  $R(2)$  naar  $R(3)$ . De lagere rente lokte een vergroting van de geldhoeveelheid uit, waardoor de LM-lijn naar rechts verschoof, van  $LM(2)$  naar  $LM(3)$ . De wereld werd overspoeld met extra liquiditeiten.

Het is inmiddels duidelijk dat dit hele ruime monetaire beleid, zoals te verwachten was, tijdelijk van aard was. Het monetaire beleid wordt in de Verenigde Staten sinds 2004 stap voor stap verkrappt.

figuur 2

### De verruiming van het monetaire beleid



### Toenemende risicovoorkeur van beleggers

Door de combinatie van de saving-glut en de verruiming van het monetaire beleid daalden de rendementen op risicovrije beleggingen tot erg lage niveaus. Dit heeft een zogenoemde *search for yield* uitgelokt. In de praktijk betekende dit een verschuiving naar riskantere beleggingen met een hoger verwacht rendement. Dit is niets anders dan een toenemende risicovoorkeur en in termen van het IS/LM schema een afnemende liquiditeitsvoorkeur. Een afnemende liquiditeitsvoorkeur leidt tot een verdere verschuiving van de LM-lijn naar rechts, van  $LM(3)$  naar  $LM(4)$ . De rente daalt verder naar  $R(4)$ . Het is te verwachten dat deze factor minstens deels tijdelijk is, omdat er een zo sterke samenhang is met het tijdelijk erg ruime monetaire beleid.

### Dalende risicopremie

De wereld is stabiel geworden in de ogen van beleggers. Ze lijken een groot vertrouwen te hebben in de continuïteit van een lage en stabiele inflatie in de belangrijkste economieën in de wereld. Dit blijkt uit de lage en stabiele inflatieverwachtingen over lange horizons die uit de rente op aan de inflatie gekoppelde leningen (indexleningen) kan worden afgeleid. Risicopremies in de lange rente voor inflatievolatiliteit zijn daarom laag. In figuur 2 is dit weer te geven door een daling van de liquiditeitsvoorkeur die een verschuiving van  $LM(4)$  naar  $LM(5)$  inhoudt. Er volgt een verdere daling van de rente van  $R(4)$  naar  $R(5)$ .

Het is de vraag of de inflatierisico's op de lange termijn worden onderschat. Twee redenen om dat te denken zijn: de effecten van voortgaande sterke groei de komende decennia in de nieuwe economieën en de vergrijzing.

Tot nu toe is het effect van de opkomst van nieuwe economieën op de inflatie en inflatieverwachtingen negatief geweest. Dat effect liep via de wereldwijd toegenomen concurrentie in een situatie met veelal ruime capaciteit in de wereldeconomie en een hoge spaargeneigdheid in de nieuwe economieën.

De concurrentie zal hoog blijven, omdat aan het inhaalproces van de 'nieuwe' economieën op de 'oude' economieën nog geen einde is gekomen. Maar in een situatie van sterke groei, hoge(re) capaciteitsbenutting en toenemende consumptie in de opkomende economieën, winnen de inflatoire invloeden aan kracht. Dat loopt niet alleen via de vraagkant, maar ook via de aanbodkant. Stijgende grondstofprijzen zijn maar een voorbeeld van een inflatoire invloed die van het proces van integratie van de nieuwe economieën in de wereldeconomie uitgaat. Deze invloed gaat gepaard met veranderingen in de inkomensverdeling tussen en binnen landen. Pogingen om aan de gevolgen van de verdelingseffecten op de categorale en functionele inkomensverdeling te ontkomen, kunnen afwentelingsprocessen in gang zetten. Die maken de inflatie zelfs voor onafhankelijke centrale banken moeilijker beheersbaar. Het risico van een wat hogere en volatielere inflatie is nu niet ingeprijsd in de lange rente, maar dat kan veranderen. Op de vergrijzing wordt hierna ingegaan.

### Hogere besparingen en pensioenregulering

In de huidige fase van het vergrijzingproces sparen veel mensen voor hun pensioen. Dat drukt de lange rente. Wat is het effect van het vergrijzingproces op de lange rente in de toekomst? Ik onderscheid vier effecten: het effect op het inflatierisico, op de spaargeneigdheid, op de investeringsgeneigdheid en op de risicovoorkeur van beleggers.

Allereerst is er een effect op het inflatierisico. Net als het integreren van de nieuwe economieën in de wereldeconomie, veroorzaakt de vergrijzing verdelingseffecten. Dit zal meer het geval zijn naarmate politici, economen en commentatoren het inspelen op de vergrijzing vooral presenteren als een verdelingsprobleem tussen oud en jong, een verdelingsprobleem tussen generaties. Dat zet de deur open voor een strijd over de inkomensverdeling tussen generaties. Inflatoire druk is het voorspelbare gevolg, omdat men elkaar de rekening van de vergrijzing zal proberen door te schuiven. Dit soort inflatie kan het leven voor centrale banken erg lastig maken en zelfs bij goed beleid de gemiddelde inflatie hoger en variabelere maken. Een hogere risicopremie in de rente kan dan het gevolg zijn.

Ook is er een effect op de spaargeneigdheid. Het is aannemelijk, maar niet zeker, dat een oudere bevolking een lagere spaargeneigdheid heeft dan een jongere bevolking. Aangezien de wereldbevolking per saldo ouder lijkt te worden, lijkt een opwaartse druk op de rente als gevolg van dit effect het meest voor de hand te liggen.

Verder is er een effect op de investeringsgeneigdheid. Vergrijzing leidt tot een tragere groei van de economie. Hierdoor neemt de investeringsgeneigdheid af, met een daling van de rente als gevolg. Dit en het vorige effect, werken tegen elkaar in. Het saldo van het effect is daarom onzeker.

De studie, waarnaar Van Ewijk en Tang verwijzen (Börsch-Supan et al., 2005) duidt erop met alle onzekerheden die eraan zijn verbonden, dat het effect op de investeringsgeneigdheid overheerst. Per saldo gaat van het spaar- en investeringsgedrag dan een rentedrukkend effect uit.

Tot slot is er een effect op de risicovoorkeur van beleggers. Het

is goed mogelijk dat ouderen een lagere risicovoorkeur hebben dan jongeren. In dat geval zou de risicopremie in de rente in een grijzere bevolking hoger zijn dan in een jongere bevolking. Een renteopdrijvende factor dus.

Alles bij elkaar is het effect van de vergrijzing op de rente onzeker. De risicovrije rente zou kunnen dalen, maar de risicopremie zou juist kunnen toenemen.

De zesde en laatste hypothese betreft de nieuwe pensioenregulering. In een aantal landen is na de sluipkrach nieuwe regelgeving ingevoerd. Deze zet pensioenfondsen aan om de mismatch in hun balansen terug te brengen. Hierdoor ontstaat extra vraag naar langlopende obligaties. De lange rente daalt daardoor. Dit effect is vermoedelijk op wereldschaal vrij beperkt en in ieder geval tijdelijk.

### Conclusie

Een (fors) lagere discontovoet moet voortvloeien uit een (fors) lagere rente dan toen de discontovoet werd vastgesteld. Alles overziende, lijkt er voldoende aanleiding om niet lichtvaardig de discontovoet (fors) te verlagen. Het onderwerp is ook te belangrijk om dat te doen.

In zijn recente studie van het effect van de vergrijzing op de overheidsfinanciën rekt het CPB met een reële discontovoet van drie procent, inclusief risicopremie. Dat is fors lager dan de zeven procent discontovoet die Van Ewijk en Tang ter discussie stellen. De berekende bezuinigingen van 2,6 procent van het bbp om de Nederlandse begroting vergrijzingsbestendig te maken, zijn erg gevoelig voor de te kiezen discontovoet. Een procentpunt stijging van de discontovoet, leidt tot een daling van de benodigde bezuinigingen met 1,6 procent van het bbp (Van Ewijk et al., 2006). Te veel om te snel een discontovoet van drie procent te accepteren. Voor een (forse) verlaging van de discontovoet geldt als passend devies: bezint eer ge begint.

### Literatuur

- Bernanke, B.S. (2005) *The global saving glut and the U.S. current account deficit*. Sandridge lecture. Washington DC: Federal Reserve Board.
- Börsch-Supan, A., W. Ludwig & J. Winter (2005) *Ageing, pension reform, and capital flows: a multi-country simulation model*. NBER Working Paper 11850. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Van Ewijk, C. & P.J.G. Tang (2006) *Meer oog voor de toekomst: een lagere discontovoet*. ESB, nr. 4485, 205-207.
- Van Ewijk, C., N. Draper, H. ter Reeke & E. Westerhout (2006) *Ageing and the sustainability of Dutch public finances*. Den Haag: Centraal Planbureau.
- Goldman Sachs (2006) *The Globalization Revolution. Globalization, Technology and Brics: Structural changes and investment opportunities*. Londen: Goldman Sachs.
- IMF (2005) *World Economic Outlook, September. Building Institutions*. Washington DC: The International Monetary Fund.
- IMF (2006a) *World Economic Outlook, March. Awash with cash: Why are corporate savings so high?* Washington DC: The International Monetary Fund.
- IMF (2006b) *World Economic Outlook, March. Oil prices and global imbalances*. Washington DC: The International Monetary Fund.

