

Omgaan met een langdurig lage rente

In de meeste ontwikkelde landen is de kapitaalmarktrente de afgelopen decennia gedaald tot een nu historisch laag niveau. Deze daling is voor het leeuwendeel te verklaren door wereldwijde trendmatige ontwikkelingen, zoals een daling van de inflatie, een toegenomen spaarneiging, afgenomen investeringen en een lagere potentiële economische groei. Het ruime monetair beleid – veelal als reactie op een lage inflatie en als stimulans voor de economie – heeft de rente vervolgens nog verder gedrukt. In het licht van deze ontwikkelingen lijkt de lage rente een fenomeen dat nog wel een tijd bij ons zal zijn. Het doorgronden van de implicaties hiervan op de korte en lange termijn is daarom essentieel om tot een verstandig economisch beleid te komen.

De lage rente stelt ons bij De Nederlandsche Bank voor vele nieuwe vragen en uitdagingen. Op één pagina kan ik er echter maar een paar uitlichten. Gelukkig worden veel onderwerpen die ik hier oversla door andere auteurs in dit themanummer behandeld. Zo vindt u een interessante bijdrage van mijn collega's over de impact van de lage rente op de winstgevendheid van banken en de *reversal rate*. Zelf wil ik in deze column stilstaan bij drie beleidsterreinen waar de lage rente zich ook doet gelden, namelijk de woningmarkt, de pensioenen en de overheidsfinanciën.

Historisch gezien wordt de prijsontwikkeling op de Nederlandse woningmarkt sterk gestuurd door financieringscondities. De lagere rente heeft woningprijzen zodoende aanzienlijk opgedreven. Waar dat in eerste instantie nog bijdroeg aan het herstel van vertrouwen op de woningmarkt na de crisis, werden, naarmate de prijsstijgingen langer aanhielden, ook de nadelen hiervan duidelijk. Stijgende huizenprijzen zijn weliswaar goed nieuws voor woningeigenaren, maar de hogere prijzen moeten uiteindelijk wel weer door de volgende generatie starters worden betaald. Huizenprijsinflatie creëert dan niet zozeer vermogen op het niveau van de samenleving, maar leidt wel tot een aanzienlijke herverdeling van vermogen tussen individuen en generaties.

Er kleven belangrijke nadelen aan het hoge huizenprijsniveau waarmee huishoudens en beleidsmakers te maken krijgen. Voor de financiering van koopwoningen zijn er bijvoorbeeld steeds grotere hypotheeksommen nodig, wat implicaties heeft voor de toegankelijkheid van de koopmarkt



KLAAS KNOT

President van De Nederlandsche Bank

en de volatiliteit van de macro-economische consumptie. Ook rijst de vraag wat de gevolgen zijn voor de productieve investeringen en het groeivermogen van de economie als we als samenleving een steeds groter deel van ons vermogen beleggen in woningen – en dan vooral in de onderliggende grond ervan. Nu de prijzen toch al hoog zijn, blijft het belangrijk om prijsopdrijvende subsidies – zoals de gunstige fiscale behandeling van de woning ten opzichte van ander vermogen – verder te beperken.

De lage rente laat ook de pensioensector niet ongemoeid. Enerzijds is door de daling van de rente de waarde van bezittingen, zoals obligaties en aandelen, bij pensioenfondsen gestegen, maar anderzijds steeg ook de waarde van de pensioenverplichtingen. Per saldo verslechterde zo de positie van veel fondsen fors.

De gedaalde rente heeft ook het opbouwen van pensioen met kapitaaldekking duurder gemaakt. Gezien de lage rente en financiële positie van pensioenfondsen is het verleidelijk om een discussie te voeren over de balans tussen omslagfinanciering en kapitaaldekking. Door de gedaalde rente lijkt kapitaaldekking immers relatief duurder geworden te zijn. Echter, voor zover de lage rente samengaat met een lagere groei van de beroepsbevolking en productiviteit, zijn ook bij omslagfinanciering de rendementen lager dan in het verleden. Het sparen voor onze oude dag is dus, linksom of rechtsom, duurder geworden.

Een rente die voor langere tijd laag blijft, vraagt ten slotte om een grotere rol voor de nationale overheden bij de macro-economische stabilisatie in het eurogebied. Een monetair beleidsrente dicht bij de effectieve ondergrens impliceert dat monetair beleid minder in staat is om de economie te stabiliseren. Tegelijkertijd is in deze situatie stabiliserend begrotingsbeleid effectiever, bijvoorbeeld omdat overheidsstimulering tot minder verdringing van private investeringen leidt. Maar om een stabiliserende rol te kunnen vervullen, is het belangrijk dat nationale overheden voldoende ruimte hebben om hun schuldratio bij een neergang te kunnen laten oplopen. In Nederland is aan deze voorwaarde inmiddels weer voldaan, omdat onze schuldratio is afgebouwd tot ruim onder de zestigprocentsgrens uit het Stabiliteits- en Groei-pact. Dit biedt ruimte om versturende belastingen te verlagen of om meer publieke investeringen te doen.