

doet vervolgens niets anders dan het beleid afstemmen op de situatie op de kapitaalmarkt, waarbij de bank probeert met zijn rentebeleid in de buurt van een evenwicht te komen. Het vooruitzicht dat de besparingen in de periode tot ongeveer 2030 verder toenemen brengt de ECB er in die periode toe de rente laag te houden om het evenwicht zo goed mogelijk te bewaren.'

'Wie de huidige situatie wil begrijpen, moet beginnen bij de spaarbehoefte van burgers'

Met welke maatregelen kunnen we de demografische hobbel zo soepel mogelijk nemen?

'De grote besparingen leiden tot luchtballonnen op de kapitaalmarkt. Als veel mensen tegelijkertijd willen sparen, wordt datgene waarin ze hun geld stoppen schaars en dus waardevol. Het laat zich uittekenen dat de schaarste afneemt als de groep die nu vermogen opbouwt, over vijftien tot twintig jaar met pensioen gaat. Deze zienswijze kan een heel ander licht werpen op een belangrijk deel van de monetaire gebeurtenissen sinds 2000. Alan Greenspan, de toenmalige voorzitter van de Amerikaanse centrale bank, heeft veel kritiek gekregen omdat hij ruim vijftien jaar geleden de rente laag heeft gehouden. Maar mogelijk reageerde hij simpelweg alleen maar op de eerste verschijnselen van dit fenomeen. Er werd indertijd al gesproken over de zogeheten savings glut, oftewel het enorme spaaroverschot. De ECB voert dan ook geen windmolengevecht, iets waarvan de centrale bank door sommigen wordt beschuldigd. De lage rente is een gevolg van de hoge besparingen, die onder meer leiden tot een enorme vraag naar staatsobligaties. Die besparingen zorgen tevens voor stijgende prijzen van verschillende activa. Er ontstaan zo bubbelachtige verschijnselen in de economie. Een goed voorbeeld daarvan zijn de huizenprijzen in Amsterdam.'

En wat als mensen er voor kiezen om het buitenland op te zoeken met de besparingen, bijvoorbeeld door het kopen van Spaanse, Italiaanse en Portugese staatsobligaties?

'Een belangrijk verschil tussen geld investeren in staatsobligaties en in bijvoorbeeld vastgoed is dat in het eerste geval de overheid garant staat voor de toekomstige aflossing, terwijl de inkomsten bij vastgoed bepaald worden door de toekomstige marktverhoudingen. In beide gevallen zal de volgende generatie moeten betalen. In het ene geval als belastingbetaler, in het andere geval als koper van het vastgoed. De uitdaging van de huidige situatie is dat beleidsmakers niet willen dat er bubbels ontstaan in de economie en tegelijkertijd de staatsschuld willen verlagen. Die wensen zijn niet met elkaar te combineren.'

Hoe zouden we volgens u moeten kiezen tussen deze twee kwaden?

'De angst voor bubbels zit bij mensen diep. Het is dan ook belangrijk om te benadrukken dat er verschillende soorten bubbels zijn. Voor een eurobiljet kan je bijvoorbeeld een stuk meer kopen dan de waarde van het papier waarmee het biljet gemaakt is. We kijken er zo niet naar, maar in feite is geld dus een soort bubbel. Het is iets waarvan het bezit alleen aantrekkelijk is omdat je het later kunt ruilen tegen iets anders. Overheidsobligaties vervullen een soortgelijke rol. Ze vormen een smeermiddel voor de economie. Vastgoed of goud zijn riskantere soorten bubbels. Iedereen kan zich waarschijnlijk nog wel de scherpe daling van de Nederlandse huizenprijzen in 2009 en de jaren daarna herinneren. Overheidsschuld is dan ook een prettiger middel om welvaart heen en weer te schuiven tussen generaties. Dat is ook wat er in Japan gebeurd is. De Verenigde Staten en Groot-Brittannië zijn eveneens bereid om meer schulden uit te geven, maar in Europa botst dat met het beleid waar met name Duitsland en Nederland zich sterk voor maken. Beide landen streven een sterke reductie van de overheidsschuld na, waardoor er voor pensioenfondsen en levensverzekeraars minder vermogenstitels zijn om in te beleggen.

We moeten eigenlijk op een heel andere manier naar staatsschuld kijken, namelijk vanuit de verhouding tussen vraag en aanbod. Vanuit het aanbod van staatsobligaties van de overheid geredeneerd kan je de vragen stellen waarom de overheid zoveel geld nodig heeft en of ze niet met minder toe kan. Je kunt echter even goed de omgekeerde vraag stellen: waarom zijn er zoveel mensen die graag willen beleggen in veilige staatsobligaties? Het antwoord is simpel: Omdat grote delen van de bevolking op

COENTEULINGS

2013	Hoogleraar economie, Universiteit van Cambridge
2006	Directeur Centraal Planbureau
2004	Directeur SEO Economisch Onderzoek
1998	Directeur Tinbergen Instituut

dit moment aan het sparen zijn voor hun pensioen. Er valt een eenvoudig antwoord te geven op de vraag welk van deze twee benaderingen op enig moment het meest behulpzaam is voor het doorgronden van de economische verhoudingen. Als de overheid (te) veel geld nodig heeft, dan gaat de rente omhoog. En als burgers (te) veel willen sparen, dan gaat de rente omlaag. De rente is nu extreem laag. Wie de huidige situatie wil begrijpen, moet dus beginnen bij de spaarbehoefte van burgers. Niet bij de uitgaven van de overheid.'

Kunt u een concreet voorbeeld geven van een beleidsmaatregel die in de huidige situatie gewenst is?

'Het is nu in ieder geval belangrijk om ervoor te zorgen dat de pensioenen weer geïndexeerd kunnen worden. Er is een grote groep mensen die zich te kort gedaan voelt, en eerlijk gezegd niet zonder reden. Iets meer omslagstelsel in de pensioenen zou goed passen in de huidige tijd van extreem lage rentes. Duitsland en Nederland maken echter weinig aanstalten om de koers bij te stellen. Het vooruitzicht dat het aanbod van staatsobligaties voorlopig eerder zal dalen dan stijgen, betekent dat de rente en inflatie lange tijd erg laag zullen blijven. Het ontstaan van bubbels in andere beleggingscategorieën is daardoor bijna onvermijdelijk.' <



**Maak kans op
vrijkaarten voor
het congres
Grip op je Vermogen**

Op 7 oktober wordt de tiende editie van het congres Grip op je Vermogen gehouden met topsprekers als Jaap de Hoop Scheffer, Simone Brummelhuis en Peter Borgdorff. Ter gelegenheid van het jubileum ontvangen 25 *Beleggers Belangen*-lezers twee gratis entreekaarten (t.w.v. € 55). Wees er snel bij en schrijf u in voor de vrijkaarten. Ga naar: beleggersbelangen.nl/gripopjevormogen/