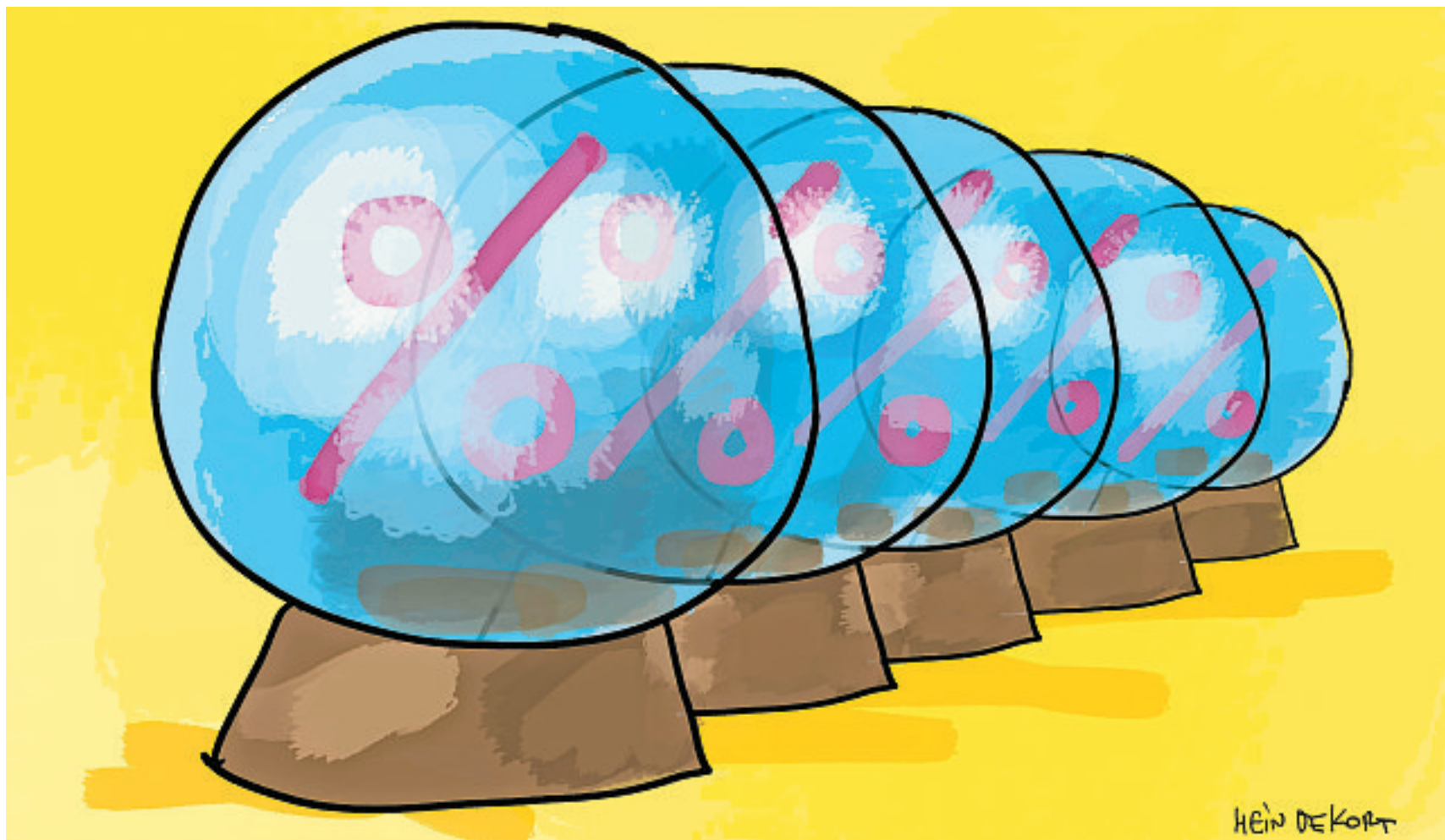


Misplaatste kritiek op rentebeleid van Draghi zorgt voor vertekend beeld, en dat is gevaarlijk



ILLUSTRATIE: HEIN DE KORT VOOR HET FINANCIËLE DAGBLAD



Coen Teulings is universiteitshoogleraar economics, institutions and society, Universiteit Utrecht. Reageer via expert@fd.nl



Voorspellen is moeilijk, zeker als het om het de toekomst gaat. Een goede voorspelling is vaak meer geluk dan wijsheid. De gouden regel is daarom: kijk uit met voorspellers die achteraf hun gelijk claimen. Ik begin maar vast met een waarschuwing: deze bijdrage zondigt tegen deze gouden regel.

Jarenlang zijn in de Nederlandse financiële pers de bezwaren tegen het rentebeleid van Mario Draghi, president van de Europese Centrale Bank, paginabreed uitgemeten. Sinds 2013 staat de beleidsrente van de ECB nagenoeg op nul.

Terwijl Draghi elders wordt gezien als de redder van de euro, spreekt de Nederlandse pers het liefst over het 'omstreden' beleid van de ECB; geen bijvoeglijk naamwoord dat thuishoort in objectieve berichtgeving. Het beleid

van de centrale bank wordt gezien als diefstal van Nederlandse spaarders, en daarom moet de rente zo snel mogelijk terug naar zijn 'natuurlijke' niveau, is het idee.

De wens werd de vader van de gedachte en als gevolg zag de pers voortdurend signalen van naderende renteverhogingen. Al die jaren heb ik in columns — in deze krant en eerder in het NRC — het tegendeel voorspeld: de rente zou nog minstens vijftien jaar laag blijven. Inmiddels zijn we vijf jaar verder en heb ik al vijf jaar gelijk. Mijn voorspelling kan nog tien jaar worden verworpen.

Afgelopen weken werd echter duidelijk dat dit voorlopig niet zal gebeuren. De ECB ziet geen ruimte voor een renteverhoging. Op de kapitaalmarkt staat de rente voor leningen met langere looptijden inmiddels een half procentpunt lager dan een jaar geleden. Ook de markt verwacht dus dat de ECB-rente nog jaren laag blijft. Dat betekent — niet onbelangrijk — tot ver na het vertrek van Draghi.

Je zou verwachten dat de financiële pers na deze zeperd aan een zelfonderzoek begint: Hebben wij iets over het hoofd gezien? Zijn er misschien fundamentele redenen waarom de rente al jaren laag is en dat naar verwachting nog jaren zal blijven? En waarom voorspelde Coen Teulings dat al vijf jaar terug? Niets daarvan. Shoot the messenger, dat is de meest voorkomende reactie.

Laat mij dit gat vullen. De reële rente is een marktprijs, die wordt bepaald door vraag en aanbod van kapitaal, niet door centrale bankiers. In de eurozone is er door de vergrijzing een groot aanbod van kapitaal, doordat mensen sparen voor hun pensioen. Dit is ook

het geval in Japan en China. De daling van de reële rente is daarom sinds 1985 een wereldwijde trend.

Japan loopt qua vergrijzing vijftien jaar op de eurozone voor. Het land is dus een soort laboratorium: wat daar de afgelopen vijftien jaar is gebeurd staat de eurozone de komende vijftien jaar te wachten. Daar zou Europa van kunnen leren.

Na veel experimenteren bleek in Japan maar één oplossing te werken: een combinatie van een lage rente en hoge overheidsuitgaven c.q. staatschuld. Door het spaaroverschot uit de markt te nemen hielp de overheid om de kapitaalmarkt in evenwicht te brengen.

Centrale bankiers kunnen niet anders dan de nominale rente bij de daling van de reële rente te laten aansluiten. Doen ze dat niet, dan is een diepe recessie het onvermijdelijke gevolg. Dat heeft de eurozone in 2011 ervaren, toen de ECB, toen nog onder Jean-Claude Trichet, tegen alle marksignalen in de rente heeft verhoogd.

Wereldwijd hebben centrale bankiers dan ook de rente verlaagd: Bij de Amerikaanse Federal Reserve gebeurde dat onder toenmalig voorzitter Ben Bernanke, bij de de Bank of England onder Mervyn King, en bij de Bank van Japan verlaagde Masaru Hayami de rente al in 1999 naar nul. Als allerlaatste volgde Mario Draghi. Zo bezien kunnen we beter spreken over 'het breed gesteunde beleid' van de ECB, dan van 'het omstreden beleid'.

Nederland gedraagt zich als een klein kind. Ons land overspoelt de kapitaalmarkt met pensioenbesparingen. Vervolgens merken wij dat door het hoge aanbod de rente op dat spaartegoed tegenvalt, als gevolg van de krachten van vraag en aanbod. Dat

willen wij niet horen, en dus moet het liggen aan de intriges van een kamikazepiloot, een Italiaanse maffiabaas, of welke ander kwalificatie men dan ook voor Mario Draghi in petto heeft.

Mij past hier bescheidenheid. Het beleidsrecept voor Japan is 1998 bedacht door Paul Krugman, in zijn veel besproken paper *It's baack: Japan's slump and the return of the liquidity trap*.

Aan het slot van dat paper stelt Krugman zich de vraag of de problemen van Japan zich ook elders in de wereld kunnen voordoen, bijvoorbeeld in de Europese Monetaire Unie. Vervolgens stelt hij vast dat Europa een vergelijkbare demografie heeft als Japan. 'We now know that the liquidity trap is not a historical myth: it can and does really happen sometimes, and we better try to understand it.' Krugman was mij twintig jaar voor. Voor de financiële pers ligt in Krugmans conclusie een opdracht.

De juiste voorspelling van Coen Teulings, het is maar een druppel in de economische wereldzee. Er is echter een primair Nederlands belang in het geding: het lidmaatschap van de euro.

De Britse pers, de Daily Mail voorop, heeft zijn lezers jarenlang voorgehouden dat Brussel de schuld was van alle ellende. Vroeg of laat gaan lezers dat geloven. Datzelfde mechanisme zie je ook in Nederland.

De financiële pers heeft Nederlanders jarenlang voorgehouden dat het beleid van Draghi diefstal was. Vraagt u het maar na in uw omgeving: die boodschap is overgekomen. De argumenten voor die boodschap waren, met alle respect, fake news. Het brexitdrama laat zien wat daarvan de gevolgen kunnen zijn.

In Japan werkte maar één oplossing: een combinatie van een lage rente en hoge overheidsuitgaven