

Uitstervende negatieve rente was geen wondermiddel

29 september 2022

Nu de Zwitserse centrale bank na zeven jaar afscheid heeft genomen van een negatieve beleidsrente, maakt alleen nog Japan gebruik van dit monetaire instrument. Uit recent onderzoek blijkt dat een negatieve rente niet effectief is, als het gaat om het aanwakkeren van consumptie en daarmee inflatie. Intussen zijn er wel schadelijke bijwerkingen, zoals opgeblazen huizenprijzen en aandelenkoersen. Dat maakt markten zo kwetsbaar voor recente rentestijgingen.

Op 22 september verhoogde de Zwitserse centrale bank de beleidsrente met 0,75 procentpunt naar 0,5%. De grootste Zwitserse rentestap ooit, en het einde van een tijdperk: voor het eerst sinds januari 2015 is weer sprake van een rente boven nul. De Zwitserse korte rente (in juni nog -0,75%) is ook niet meer de laagste ter wereld. Die eer valt nu te beurt aan de Bank of Japan, die vooralsnog vasthoudt aan een tarief van -0,1%. Commerciële banken die er geld willen stallen moeten betalen.

De Zwitsers volgen de Europese Centrale Bank, die eind juli afscheid nam van negatieve tarieven. In tegenstelling tot hun collega's in Frankfurt voeren de centrale bankiers in Zürich een expliciet wisselkoersbeleid. Lange tijd probeerden ze de koers van de frank ten opzichte van de euro juist te drukken, zowel met een negatieve rente als met interventies op de valutamarkt (de aankoop van buitenlandse valuta's met bijgedrukte franks).

Bal onder water duwen

Net als in de eurozone was deflatie de grote vijand. Dalende prijzen smoren de economie: aankopen worden uitgesteld, investeringen minder aantrekkelijk, schulden meer waard. Een zwakkere munt maakt importen duurder en drijft zo het prijspeil op. Maar de Zwitserse frank is als een bal die je onder water duwt: de opwaartse kracht is groot en constant. Voor internationale beleggers is het de ideale veilige haven, zegt ING-econoom Charlotte de Montpellier: een laag schuldniveau, een sterke exportsector, neutraal én monetair onafhankelijk.

Inmiddels staat ook in het Alpenland inflatiebestrijding bovenaan de agenda. Inwoners van de eurozone zouden tekenen voor een verwachte geldontwaarding van 3% dit jaar, met dank aan onder meer de geringe afhankelijkheid van gas. Maar het is wel boven de doelstelling van de Zwitserse centrale bank. En dus wordt een sterke frank nu weer gewaardeerd, als bescherming tegen inflatie uit het buitenland. Een kleiner renteverskil met de eurozone helpt, net als het verkopen van de enorme opgebouwde reserves aan buitenlandse valuta's.

Bijwerkingen: vastgoedprijzen omhoog

Intussen heeft de jarenlange rente wel bijwerkingen gehad, stelt De Montpellier. Particulieren kochten huurappartementen als alternatief voor sparen, waardoor de vastgoedprijzen werden opgejaagd. Hogere hypotheekrentes kunnen prijsdalingen in gang zetten, al zijn daar nog geen tekenen van. De Zwitserse centrale bank spreekt niettemin van een 'verhoogde kwetsbaarheid'.

Sinds eind september moeten banken hogere buffers aanhouden om eventuele verliezen op de hypotheekmarkt te kunnen opvangen.

Aan de grootschalige opkoop van obligaties (kwantitatieve verruiming oftewel QE), zoals de ECB, de Amerikaanse Federal Reserve en de Bank of Japan die hebben uitgevoerd, heeft de Zwitserse centrale bank zich nooit gewaagd. Zal 'Zürich' het experiment van ruim zeven jaar negatieve rentes in de toekomst ooit herhalen? De Montpellier: 'Hadden ze het niet gedaan, dan was er misschien meer deflatie geweest.'

Negatieve beleidsrentes zijn nu in heel Europa verleden tijd. Hebben ze gewerkt? 'Degenen die al direct twijfelden hadden gelijk', zegt Hendrik Tuch, hoofd vastrentende waarden bij Aegon Asset Management. 'Het doel was het aanwakkeren van inflatie. Als een spaarrekening niets meer opbrengt, gaan mensen wel consumeren, zo was het idee. Wat nooit hardop wordt gezegd: hogere prijzen van huizen en aandelen kunnen ook leiden tot meer consumptie, omdat mensen zich rijker voelen.'

Zeepbellen op de markten

De praktijk bleek anders, zegt Tuch: 'Mensen met een beetje spaargeld gaan meer sparen om het gebrek aan rente te compenseren. Intussen ontstaan er zeepbellen op financiële en vastgoedmarkten. Daar heb je niets aan, want vermogenden gaan echt niet meer consumeren.'

Sylvester Eijffinger, emeritus-hoogleraar monetaire economie aan de Universiteit van Tilburg, deed samen met Mary Pieterse-Bloem, hoofd beleggingen bij Rabobank en hoogleraar financiële markten aan de Erasmus Universiteit, onderzoek naar het beleid van de ECB, en de effectiviteit daarvan. De eerste presidenten, Wim Duisenberg en Jean-Claude Trichet, voerden vooral een conventioneel beleid, zo concluderen ze. Hun opvolgers, Mario Draghi en Christine Lagarde verlegden de grenzen. Traditioneel sturen centrale bankiers de economie via de geldmarkt, waar commerciële banken kort geld lenen en stallen.

Draghi en Lagarde hebben het werkterrein uitgebreid naar de kapitaalmarkt, via de grootschalige opkoop van langer lopende obligaties. Dat instrument is zeer effectief geweest in het beperken van de renteversillen in de eurozone, concluderen Eijffinger en Pieterse-Bloem. Door de rente in de zwakkere landen als Italië niet te ver te laten oplopen werd de Europese schuldencrisis bezworen.

Negatieve rente is 'beleidsfout'

Maar de negatieve rente, de onconventionele stap binnen het traditionele geldmarktbeleid? De onderzoekers vonden naar eigen zeggen geen enkele invloed op de renteversillen tussen landen in de eurozone, omdat overheden vooral lang lenen.

Banken gaven de pijn op de geldmarkt wel door via een negatieve rente op spaargelden, zij het met enige vertraging, maar dat leidde niet tot meer consumptie en dus inflatie. Intussen zijn de bijwerkingen groot, benadrukken de onderzoekers. Eijffinger: 'De stabiliteit op de financiële markten is ondergraven, doordat veel meer belegd is in aandelen, obligaties en vastgoed. Op de vastgoedmarkt zien we gelukkig een langzame afzwakking. Maar de dalende koersen van obligaties en aandelen hebben al grote consequenties voor vermogens van mensen.'

Dat Zwitserland lange tijd een negatieve rente had om de gewilde frank te verzwakken, kan de econoom billijken. 'Maar de Fed, de Bank of England en de ECB hadden hier nooit aan moeten beginnen. Ik hoop dat dit instrument in de kluis worden opgeborgen. Het is een grote beleidsfout geweest.'

'Nul procent wordt de bodem'

En als deflatie weer terugkeert? Tuch: 'Ik denk dat deze waterpomptang de volgende keer in de gereedschapskist blijft. Nul procent wordt de bodem. Er blijven voldoende andere middelen over.' De obligatiespecialist denkt dat Japan binnenkort ook afscheid neemt van de negatieve rente. 'Daar loopt de inflatie na jarenlange deflatie eveneens op, en dat is schadelijk in een vergrijsd land waar veel mensen leven van hun spaargeld. Zonder renteverhoging kan de Bank of Japan de yen niet stutten. Intervenieren op de valutamarkten is dweilen met de kraan open, zolang de rente elders stijgt.'

Voorlopig hebben centrale bankiers overal ter wereld de handen vol aan de inflatiebestrijding. Maar eenmaal in rustiger vaarwater zal een discussie komen over de inflatiedoelstelling zelf, denkt Jens Eisenschmidt, hoofdeconoom Europa van Morgan Stanley en tot voor kort werkzaam voor de ECB. 'De target van 2% is misschien te beperkt en draagt zo een te zelfverzekerde boodschap uit dat de economie met precisie kan worden gestuurd. Er moet ruimte zijn om er langer onder en boven te zitten.'

Nu is Frankfurt gedwongen hard op de rem te trappen als de inflatie er boven komt, met het risico op een recessie, zo analyseert Eisenschmidt. En omgekeerd wordt alles uit de kast gehaald als de inflatie iets onder de doelstelling zit. 'Ik denk aan een bandbreedte, in plaats van een precies doel, al is het wel zaak het vertrouwen van de markt niet te ondermijnen.'

Tuch is het daar helemaal mee eens. 'Het is puur toeval als je een paar jaar op een inflatie van 2% zit. Centrale banken proberen iets te doen dat helemaal niet kan, het is volstrekte zelfoverschatting. Gezien de hoge prijsstijgingen moet nu wel worden ingegrepen, maar daarna moeten we gaan nadenken over een wat minder actief monetair beleid.'