

# Investeringen in infrastructuur mogelijk niet de juiste oplossing

Lage rente vindt zijn oorzaken in het monetaire stelsel zelf en niet in vergrijzing

Lex Hoogduin en  
Mary Pieterse-Bloem

Het Financieele Dagblad berichtte op 31 oktober dat hoogleraar Coen Teulings de anti-conceptiepil als medeschuldige aanwijst voor de lage rente. Dit is het verhaal van seculiere stagnatie tot in het extreme doorgevoerd. Het schrijft hogere investeringen aan infrastructuur voor en dat is precies wat Donald Trump nu omarmt.

Volgens seculiere stagnatie is er een hardnekkige vraaguitval als gevolg van overvloedige besparingen onder particulieren. Een vergrijzende bevolking spaart veel en daar staan relatief beperkte investeringen tegenover. De evenwichtsrente wordt daardoor steeds lager en is volgens sommigen zelfs fors negatief.

Het verhaal van seculiere stagnatie is heel aantrekkelijk. Het legt de oorzaak bij de natuurlijke kracht van de demografie. De beleidsaanbeveling luidt bij een aanhoudend ruim monetair beleid overheidsuitgaven te vergroten, bij voorkeur aan infrastructuur. Dit is populair. Donald Trump heeft investeringen in infrastructuur bijvoorbeeld al aangekondigd als een van de belangrijkste pilaren van zijn economische plan voor de Verenigde Staten.

Stel dat politici de budgettaire sluis openen en deze alleen voor een tijdelijke en relatief beperkte impuls zorgt, wat dan? Dan hebben we in de toekomst een nog groter probleem. Dit is de waarschuwing die vanuit een alternatieve verklaring voor de lage rente klinkt. Deze andere verklaring zoekt de oorzaak in het monetaire stelsel zelf. Dat is zijn anker verloren sinds het uiteenspannen van het stelsel van Bretton Woods, waarna een grote financiële expansie heeft plaatsgevonden.

In deze periode groeide de kapitaalrekening van de lopende rekening uit tot een veelvoud van de handelsrekening. Dat is een teken aan de wand dat de financiële sector de financiering van buitenlandse handelsstromen ver te boven aan het groeien is.

In deze situatie wordt de inflatiedoelstelling populair onder centrale banken. Oorspronkelijk betekende inflatie een te snelle groei van de geldhoeveelheid. Eén van de kenmerken daarvan



ILLUSTRATIE: HEIN DE KORT VOOR HET FINANCIEELE DAGBLAD

is een stijging van het algemeen prijspeil. Geleidelijk wordt het kenmerk de definitie. Daardoor verdwijnt het zicht op de geldhoeveelheid en kunnen allerlei oorzaken van prijsstijgingen worden onderscheiden.

De inflatiedoelstelling is ook nauwer gedefinieerd dan een stijging van het algemeen prijspeil. Het betreft consumptieprijzen, maar niet bijvoorbeeld aandelen en huizen. Centrale banken sturen daar niet op, maar verruimen wel het beleid als een zeepbel knapt. Daarmee is het monetaire beleid asymmetrisch geworden.

Tegelijkertijd zet de doorgaande globalisering druk op de prijzen van consumentengoederen die wel in de inflatiedefinitie zitten. Zo kan het dat de gemeten

**Geen budgettaire impuls nodig, maar rem op monetaire verruiming**

inflatie zeer gematigd is, terwijl de economie behoorlijk groeit. Het verschaft een alibi voor het asymmetrische monetaire beleid dat bovendien te ruim is.

De perverse prikkels en verkeerde aanwending van middelen die dit teweegbrengt, zijn op meerdere plekken zichtbaar. De kredietverlening verschuift bijvoorbeeld van bedrijven naar overheden en hypotheek, welke minder productief zijn. Productiecapaciteit met weinig of geen productiviteitsgroei wordt in stand gehouden. Financiële markten richten zich steeds meer op het voorspellen van acties van de centrale bank.

Dit leidt tot suboptimale beslissingen over financiering. De lage rente stimuleert periodieke zeepbellen. De bereidwilligheid tot ondernemen neemt af. Sluipenderwijs ondermijnt dit het groeipotentieel.

De afnemende groeicapaciteit is derhalve het gevolg van een te ruim monetair beleid, en niet de oorzaak, zoals wel wordt beweerd door aanhangers van het idee

van seculiere stagnatie. Deze alternatieve verklaring is minstens zo plausibel, maar minder aantrekkelijk, omdat deze pijnlijke maatregelen gebiedt op de korte termijn. Geen budgettaire impuls en investeringen in infrastructuur, maar een rem op de monetaire verruiming. Dat kan een recessie tot gevolg hebben.

Het zicht daarna is op een herstel van de juiste economische prikkels die de ondernemingszin en productieve investeringen stimuleren. Dit zal de productiviteit verhogen, iets wat broodnodig is bij de huidige vergrijzing. Daar is ook een mooie rol voor de financiële sector weggelegd in het financieren van productieve en duurzame investeringen.

.....  
**Lex Hoogduin is hoogleraar complexiteit en onzekerheid aan de Rijksuniversiteit Groningen en oprichter van GloCom-Net. Mary Pieterse-Bloem is hoofd Obligaties bij ABN Amro Private Banking International en universitair docent bij de Erasmus School of Economics.**