

## **De lage rente als ideale zondebok**

**Gert Peersman (column verschenen in De Standaard op 21/2/2017)**

Het Amerikaanse Kraft Heinz heeft vorige week het grootste overnamebod ooit in de voedingsindustrie gedaan. Het prooi was Unilever, een consumentengoederenconcern dat merken zoals Dove, Knorr, Lipton en Becel produceert (DS 18 februari). Volgens sommige economen en bepaalde media moeten we de reden niet ver zoeken. Dankzij het gulle geldbeleid van centrale banken kan Kraft Heinz bijna gratis miljarden schulden aangaan om de overname te financieren. Op die manier is het een koopje!

Dat lage rentevoeten tot meer fusies en overnames leiden is een hardnekkige mythe die op macro-economisch niveau niet klopt. Om dit te begrijpen moeten we naar de kern van de link tussen rentevoeten en aandelenprijzen: als de rente daalt, dan stijgen de aandelenkoersen. Dit betekent dat bedrijven zich misschien goedkoper kunnen financieren voor overnames, maar dat dit voordeel volledig wordt tenietgedaan omdat ook de overnameprooien duurder zijn geworden. De lagere financieringskosten en hogere overnameprijzen zijn in essentie communicerende vaten.

Net omdat de overnameprooien duurder zijn geworden, leiden lagere rentevoeten in praktijk zelfs tot minder fusies en overnames. Het alternatief voor een dure overname wordt immers aantrekkelijker: het goedkope geld wel degelijk lenen, maar er zelf nieuwe bedrijfsactiviteiten mee ontwikkelen. Dit principe geldt ook voor de vastgoedmarkt: hoe duurder de vastgoedprijzen, hoe aantrekkelijker het wordt om zelf te bouwen in plaats van een bestaande woning te kopen. Wie groene vingers heeft, herkent het ongetwijfeld: hoe duurder de marktprijs van sperziebonen, hoe aantrekkelijker om die zelf te kweken. Het resultaat is dat we zelf meer bonen telen en minder in de winkel kopen. Voor ondernemingen is dit niet anders.

De Amerikaanse Nobelprijswinnaar James Tobin poneerde deze theorie al in de jaren 60: hoe hoger de marktprijs van kapitaalgoederen (zoals bedrijfsvestingen en vastgoed) in vergelijking met de productiekost ervan, hoe meer nieuwe kapitaalgoederen er zullen worden geproduceerd. Dit is het geval bij een daling van de rentevoeten. Hoe lager daarentegen de marktprijzen, hoe meer bestaande kapitaalgoederen zullen worden opgekocht en minder nieuwe investeringen er worden gedaan. Dit is het geval bij rentestijgingen. Deze theorie wordt in praktijk bevestigd door mijn eigen onderzoek over dit thema. Bij een rentedaling van 1 procent daalt het aantal fusies en overnames met meer dan 10 procent, terwijl het volume nieuwe investeringen met ruim 5 procent toeneemt.

Het gulle geldbeleid van centrale banken kan dus niet de oorzaak zijn van het grote aantal bedrijfsovernames van de voorbije jaren. We moeten de verklaring eerder zoeken bij het gebrek aan opportuniteiten en groeiperspectieven voor bedrijven door de economische stagnatie. Bedrijven kunnen enkel nog groeien en meer winst maken door concurrenten over te nemen en te besparen op de productiekosten. Zowel het grote aantal overnames als de lage rente zijn met andere woorden het gevolg van een slabakkende economie. Het is een klassieke verwarring van correlatie en causaliteit.

Het is bon ton om de lage rentevoeten voor alles de schuld te geven. Een andere stelling bijvoorbeeld: lage rentevoeten zouden tot meer ongelijkheid leiden. De redenering is dat de lage rente de aandelenkoersen in de hoogte jaagt, waar op zijn beurt de grote vermogens het meest van profiteren. Jan Modaal heeft immers geen aandelen. Opvallend genoeg wordt deze stelling in studies door beurshuizen gretig gebruikt om het rentebeleid van centrale banken te bekritisieren, terwijl die net veel vermogende klanten hebben.

Lage rentevoeten zijn inderdaad gunstig voor aandelenkoersen, maar dit is slechts een momentopname. De dag dat de rente weer normaliseert, zullen de aandelenkoersen evenredig dalen (of minder stijgen dan anders). De beurswinsten en toegenomen ongelijkheid door de lagere rente die de beurshuizen tonen zijn er enkel tijdelijk op papier. Tenzij iemand vandaag al zijn aandelen van de hand zou doen, maar dan zit je met een herbeleggingsprobleem. Ondertussen hebben kapitaalkrachtigen wel minder courante renteinkomsten, terwijl onbemiddelden meer profiteren van de voordelen van lage rentevoeten: er is minder werkloosheid, lage lonen stijgen dan verhoudingsgewijs meer en schuldenaars moeten minder rente betalen. Uit recent onderzoek voor de Verenigde Staten blijkt dat de herverdelingseffecten van rentewijzigingen complex zijn. Een robuuste bevinding is wel dat de globale inkomensongelijkheid daalt bij rentedalingen en toeneemt wanneer de rente stijgt. Als beurshuizen over ongelijkheid ten gevolge van lage rentevoeten preken, boer pas op je centen.