

Spant het opkoopbeleid van de ECB het paard achter de wagen?

Coen Teulings

6 september 2019

Boven op mijn intellectuele rommelzolder is het een prettige chaos. In een hoekje liggen een paar briljantjes te verstoffen. Ze moeten dringend worden afgenomen. Elders ligt een stapel wetenswaardigheden geduldig te wachten op archivering in de juiste hangmap. Ongetwijfeld liggen tussen al die prachtige inzichten ook inconsistenties en vooroordelen. Ik weet echter niet welke dat zijn, want dan had ik ze al lang opgeruimd. Want ik probeer mijn zolder wel aan kant te houden. In een hoek van de zolder staat een pedaalemmer. Steeds als ik mijzelf op een denkfout betrap, drukt mijn voet genadeloos op het pedaal en verdwijnt de drogredenering in het vuilnisvat.

Deze voortdurende opruim-woede in mijn intellectuele bovenkamer schiet door mijn hoofd bij de discussie over het lage-rente-beleid en het opkopen van overheidsobligaties door ECB. Ik word daarop vaak aangesproken door vrienden en bekenden. Ook op twitter wordt er voortdurend over gediscussieerd. De redenering van de vragenstellers gaat meestal ongeveer als volgt:

“We kunnen ons inderdaad voorstellen dat de lage rente vooral het gevolg is van het grote spaaroverschot dat ontstaat door de vergrijzing, zoals u in columns zo vaak hebt benadrukt, en niet in eerste instantie het gevolg is van het beleid van de ECB. Maar als dat dan zo is, wat is dan het nut dat de ECB massaal staatsobligaties opkoopt en daarmee de kapitaalmarkt overspoelt met een nog groter aanbod van kapitaal? Maakt de ECB de problemen daarmee niet juist erger?”

De verwarring van de vragenstellers is begrijpelijk. Het economieonderwijs van de jaren zeventig en tachtig, zowel op de middelbare school als op universiteiten, geeft daar alle aanleiding toe. Dat onderwijs zet de vragenstellers op het verkeerde been. Zij redeneren vanuit de kwantiteitstheorie van de vraag naar geld. Die theorie mag misschien relevant zijn geweest toen munten en bankbiljetten (chartaal geld) nog een centrale rol speelden en het wekelijks loonzakje daarmee werd gevuld. Het chartale geld is tegenwoordig echter bijna geheel vervangen door giraal geld. De kwantiteitstheorie kan daarom met pensioen. De moderne economische theorie kijkt naar de samenstelling van onze beleggingsportefeuille. Het is dus hoog tijd voor opruiming in onze intellectuele bovenkamer.

Dit stuk bouwt voort op mijn boek “Over de Dijken”. De conversaties tussen de Keizerin van het Rijsteiland en Vicevoorzitter van de Hoge Raad der Wijzen bieden een goede achtergrond voor dit stuk, met name hoofdstuk 5 (“Proeftuin Japan”, over de gevolgen van vergrijzing) en hoofdstuk 7 (“Whatever it takes”, over het beleid van de ECB).

Ik vat de voornaamste conclusies van beide hoofdstukken hieronder in enkele zinnen samen. Kortheidshalve ga ik als een olifant door de porseleinkast en laat ik allerlei relevante details onbesproken. De daling van de geboortecijfers in de jaren zeventig leidt nu – bijna 50 jaar

later – tot een groot aanbod op de kapitaalmarkt: de grote cohorten uit de geboortegolf leggen massaal geld opzij voor hun pensioen. Dat drukt de evenwichtsrente. Die is momenteel zelfs negatief. De daling van de rente is een wereldwijde trend die nu al dertig jaar gaande is. Het is de rol van de ECB om de daarbij passend beleidsrente te vinden. Want als ze dat niet doet, dan krimpt de economie zodat de besparingen afnemen totdat het evenwicht op de kapitaalmarkt is hersteld. Bij het vinden van een passende beleidsrente ontstaat een probleem: de korte rente kan niet te ver onder nul zakken, want dan zetten mensen hun geld niet meer op de bank, maar stoppen het in een oude sok. Alle centrale banken in de wereld zijn de afgelopen tien jaar met dit probleem geconfronteerd. Ze hebben daar een provisorische oplossing voor gevonden: de lange rente is meestal hoger dan de korte rente. Als de korte rente niet verder verlaagd kan worden, dan is er nog wel ruimte bij de lange rente. Die ruimte hebben centrale bankiers de afgelopen jaren benut door massaal overheidsobligaties op te kopen, waardoor ook de lange rente nu onder nul ligt.

Tot zover de korte samenvatting. Nu terug naar de centrale vraag van dit artikel:

Leidt het opkoopbeleid van de ECB niet tot een vergroting van aanbod van kapitaal, juist in een situatie waar ouderen al zoveel sparen?

Zoals gezegd, is de bron van de intellectuele verwarring de kwantiteitstheorie van geld. Die theorie gaat ongeveer als volgt. Als u geld wil sparen dan zet u dat op een spaarrekening, waar u rente over krijgt. U laat het daar zolang mogelijk op staan, want dan krijgt u zoveel mogelijk rente. Pas als u iets wil gaan kopen, dan neemt u uw tegoed op uw spaarrekening op en zet dat om in geld in uw portemonnee. Geld is in deze visie de noodzakelijke tussenstap tussen een spaartegoed en deze of gene aan- of verkoop. De beeldspraak wil dat het geld brandt in uw portemonnee, omdat zolang het daar zit u er geen rente over ontvangt. Volgens die theorie is de rentestand dus de prijs van het aanhouden van geld (u loopt immers rente mis).

De theorie werkte misschien nog in een wereld waarin er een scherp onderscheid was tussen chartaal en giraal geld. Het chartale geld was het geld dat brandde in uw portemonnee, het girale geld was uw tegoed, het appeltje voor de dorst voor later, waarover u vanwege uw deugdzaam spaarzin een rentevergoeding kreeg. Het chartale geld was er voor uw dagelijkse transacties. Het girale geld was de bewaarplaats voor vermogen ten behoeve van consumptie morgen. Die theorie is nooit echt bevredigend geweest, maar tegenwoordig al helemaal niet meer. We wikkelen steeds meer transacties giraal af, de rol van chartaal geld wordt alsmaar kleiner. Over het tegoed op uw rekening courant kunt u in principe gewoon rente krijgen. De kwantiteitstheorie, waarbij de rente werd opgevat als het prijsverschil tussen geld waarmee u transacties kunt doen en geld op een spaarrekening, is dus achterhaald. Voet op het gaspedaal van uw vuilnisemmer, want daar hoort deze notie thuis.

In feite is er geen scherp onderscheid tussen geld waarmee u transacties kunt doen en spaartegoeden met langere looptijd die u achter de hand houdt als appeltje voor de dorst. De handigste manier om na te denken over al deze financiële activa – contant geld, spaarrekeningen, drie-maands-deposito's, of 10-jaars overheidsobligaties – is als

opslagplaats van vermogen voor toekomstige consumptie: uw pensioen over 20 jaar, de aanschaf van een nieuwe auto volgende jaar, of een veiligheidskas voor als onverhoopt de koelkast het begeeft. De rente die u voor al deze verschillende activa ontvangt loopt uiteen. Over het algemeen geldt: hoe langer u uw geld vastlegt, des te hoger de rente. Maar is er een principieel onderscheid tussen al die vormen om vermogen op te slaan voor de toekomst? Nee, dat is er niet. Ook al heeft u uw spaartegoed voor langere tijd vastgelegd, u kunt er nagenoeg altijd weer aankomen. U moet hoogstens een boeterente betalen.

Deze stap gaat u te ver? Uw middelbare schoolwijsheid ligt u te na aan het hart en u wil daar omwille van dit – toch wel erg theoretische – betoog, vooralsnog geen afstand van doen? Dan is het goed om u te realiseren dat het CPB al meer dan 40 jaar geen geldhoeveelheid meer in zijn model heeft, en dat de DNB dat nog wel heeft, maar dat de vergelijkingen waar die in voorkomen al jarenlang “uit” zijn gezet, omdat ze alleen maar tot ellende leiden. Voet op het pedaal, in de vuilnisbak het idee van een strikt onderscheid tussen geld en deposito's. Het zijn allemaal opslagplaatsen van vermogen.

Voor de discussie is het behulpzaam om uw directe leefwereld te verlaten waarin de bank de precieze voorwaarden bepaalt voor het opnemen van uw drie-maands-deposito, en de aandacht te verleggen naar professionele partijen die toegang hebben tot de kapitaalmarkt. De condities van de bank voor uw deposito's zijn uiteindelijk een vertaling van de rentevergoedingen die de kapitaalmarkt aan deze professionele partijen biedt, met een flinke afslag vanwege de schaalnadelen van al uw kleine transacties. Op de kapitaalmarkt zijn voor professionele beleggers als opslagplaats van vermogen voor toekomstige consumptie overheidsobligaties te koop met alle denkbare looptijden. Ze kunnen daar even gemakkelijk weer worden verkocht. Die markt is – zeker voor Duitse, maar ook voor Nederlandse obligaties – zeer liquide: het prijsverschil tussen aan- en verkoop van zo'n obligatie is verwaarloosbaar. Als een professionele partij geld nodig heeft voor deze of gene aankoop, dan kan zij dus tegen zeer geringe transactiekosten een obligatie uit haar portefeuille verkopen, onafhankelijk van de looptijd. Vanuit dat gezichtspunt kunnen gewone transacties dus even goed worden afgewikkeld in overheidsobligaties met een looptijd van dertig jaar als met geld op een rekening courant met een rentelooptijd van nul jaar.

Dit roept de vraag op waarom professionele partijen überhaupt nog vermogen opslaan in kortlopende obligaties. Die leveren immers minder rente op. Waarom niet alle vermogen gestopt in obligaties met de langst mogelijke looptijd, zodat de hoogst mogelijke rentevergoeding kan worden opgestreken? Als de nood aan de man komt en er onverwacht een aankoop moet worden gedaan, dan kan een dergelijke obligatie immers altijd weer worden verkocht om de koop daarmee te financieren. In een wereld zonder onzekerheid zou dit waar zijn. Iedereen zou gaan voor de hoogste rente en dus de langste looptijden. Er zou geen markt zijn voor obligatie met kortere looptijden. De renteversillen tussen looptijden zouden verdwijnen. De rentecurve – de relatie tussen rente en de resterende looptijd – zou volledig vlak worden.

We hebben dus een ingewikkelder model nodig om de werkelijkheid te kunnen begrijpen, een model waarin wel ruimte is voor onzekerheid over de toekomst, met name onzekerheid over de toekomstige rente. Stel dat de rentecurve plotseling een procent omhooggaat: voor

alle looptijden stijgt de rente met één procent. Als u een obligatie met een looptijd van 10 jaar in uw portefeuille heeft, dan is die obligatie plotseling 10% minder waard, want een nieuwe 10-jaars obligatie zou 10 jaar lang één procent meer opbrengen. Bij een rentedaling gebeurt overigens precies het omgekeerde: de koersen van obligaties gaan dan juist omhoog. Hoe langer de looptijd van de obligatie, hoe groter het koersrisico, want des te sterker varieert de prijs in reactie op variaties in de rentecurve. Dit verklaart waarom de lange rente hoger ligt dan de korte, of anders gezegd, waarom de rentecurve een stijgend verloop heeft: beleggers zijn risico-avers en willen dus een vergoeding voor het renterisico op obligaties met een langere looptijd.

Deze theorie voldoet echter niet helemaal. Zij definieert risico als het prijsrisico bij verkoop van de obligatie morgen. Voor veel partijen is dat echter niet de juiste risicomaat. Stel u beheert een pensioenfonds dat over 20 jaar aan zijn deelnemers een pensioen van een miljoen euro moet betalen. Het koersrisico in de tussenliggende periode is voor u irrelevant, u bent alleen geïnteresseerd in de vraag hoeveel geld u over 20 jaar precies in handen heeft. Die zekerheid krijgt u door een obligatie van een betrouwbare overheid te kopen met een looptijd van 20 jaar. U mist daarmee de kans op een onverwachte rentestijging, maar u bent daarmee verzekerd tegen het risico van een onverwachte rentedaling (dit risico moet veel pensioenfondsbestuurders dezer dagen bekend voorkomen; de Nederlandse geloofsovertuiging dat de rente zou gaan stijgen heeft veel bestuurders op het verkeerde been gezet).

Maar stel nu dat u geen pensioenfondsbestuurder bent, maar gewoon volgend jaar een auto wil kopen. Dan is een 20-jaars-obligatie een riskante belegging, want als de rente onverwacht stijgt dan daalt die obligatie in waarde en kunt u uw nieuwe auto niet meer betalen. Hetzelfde geldt voor de burger die een potje achter de hand houdt voor het geval haar ijskast het begeeft. Het appeltje voor de dorst wil zij liefst beschermd zien tegen onverwachte waarde-fluctuaties. Wat een obligatie met een laag risico is hangt dus af van uw beleggingshorizon: voor uw pensioen zijn dat langlopende obligaties, voor de aankoop van uw auto is dat een korte-termijn deposito of zelfs geld op een rekening courant.

Er zijn daarom twee redenen waarom de rente varieert al naar gelang de looptijd van de obligatie. Ten eerste: als de markt verwacht dat de rente zal gaan stijgen, dan zullen beleggers alleen langlopende obligaties willen kopen als ze daar nu alvast een hogere rentevergoeding voor krijgen, zodat ze bij voorbaat zijn ingedekt tegen dit risico. Echter, de verwachting dat de rente gaat stijgen kan niet de reden zijn waarom de lange rente bijna altijd hoger ligt dan de korte rente. De rente kan immers niet alsmaar stijgen, dus kan de markt ook niet alsmaar verwachten dat dit gaat gebeuren, en dus kan dit niet verklaren waarom de lange rente bijna altijd hoger is dan de korte rente.

Er is echter een tweede reden waarom rente varieert naar gelang de looptijd: vraag en aanbod van kapitaal met verschillende looptijden. Er is veel vraag naar kapitaal met een lange rentelooptijd, bijvoorbeeld omdat mensen bij hun hypotheek niet verrast willen worden door een plotselinge rentestijging, en er is veel aanbod van kapitaal met een korte rentelooptijd, van mensen die binnenkort een auto willen kopen of een reserve aanhouden voor een kapotte koelkast. Zij willen niet verrast worden door een daling van de waarde van

hun spaarpot door een plotselinge stijging van de rente en kiezen daarom voor een korte rentelooptijd.

Nu terug naar het ECB-beleid om lang lopende staatsobligaties op te kopen. Wat is het effect van dat beleid? De ECB ruilt obligaties met een lange looptijd tegen obligaties met een korte looptijd, namelijk van nul jaar, in de volksmond ook wel “geld” genoemd. Voet op het gaspedaal, in de vuilnisbak de notie dat de ECB extra kapitaal creëert door overheidsobligaties op te kopen. De ECB doet slechts aan looptijdtransformatie: ze koopt vorderingen met een lange looptijd in ruil voor vorderingen met een korte looptijd. Waar mensen voor de start van het opkoopbeleid van de ECB hun vermogen opsloegen in obligaties met een lange looptijd, doen ze dat nu in een vordering met een korte looptijd, namelijk geld op hun rekening courant.

Maar brandt door dit opkoopbeleid van de ECB het geld dan niet in de zakken van die mensen? Moet het niet op zoek naar een nieuwe bestemming? Ontstaan er daardoor geen bubbles op de huizenmarkt? Opnieuw, voet op het gaspedaal, in de vuilnisbak dit idee. Ja, huizenprijzen stijgen doordat de geboortegolf zo massaal spaart voor zijn pensioen. Die besparingen zoeken overal hun uitweg, niet in de laatste plaats in vastgoed; vastgoed is nu eenmaal de ideale bewaarplaats voor overtollig vermogen. De stortvloed aan besparingen drukt de rente en die lage rente maakt vastgoed aantrekkelijker. Maar als mensen hun geld niet in obligaties maar in vastgoed wilden steken, dan konden ze dat altijd al doen, simpelweg door hun obligaties op de markt te verkopen en daarvoor in de plaats een huis te kopen. Daar hadden ze het opkoopbeleid van de ECB niet voor nodig. Het ECB-beleid verandert slechts de rentecurve: de lange rente daalt ten opzichte van de korte rente. Lang lopende obligaties en korte termijndeposito's zijn perfecte substituten geworden. Je kunt je kapitaal evengoed “opslaan” op een rekening courant als in een langlopende obligatie. Voor de rentevergoeding maakt het allemaal nauwelijks meer uit.

Om beter te begrijpen wat het effect is van het ECB-beleid is het goed om je te realiseren dat de overheid de enige aandeelhouder is van de ECB. Alle winst of verlies valt dus toe aan de overheid, of zo u wilt, aan de belastingbetaler. We kunnen de balans van de overheid en die van de centrale bank dus consolideren – bij elkaar optellen – zodat een gemeenschappelijk balans van de bank-overheid ontstaat. Onderlinge schulden en vorderingen worden dan tegen elkaar weggestreept. Dit geeft een goed inzicht in het feitelijke effect van het opkoopbeleid van de ECB. Zij koopt langlopende vorderingen op de overheid en betaalt daarvoor met kortlopende vorderingen. De overheid heeft een langlopende schuld aan de ECB. Voor de bank-overheid als geheel vallen onderlinge schulden en vorderingen weg. Per saldo heeft de bank-overheid door het opkoopbeleid van de ECB zijn schulden aan de private sector dus kortlopend gefinancierd. Denk terug aan de voorafgaande analyse van de rentecurve. Kortlopende schulden zijn aantrekkelijk als de rente gaat dalen, want dan kan de schuld later goedkoper worden geherfinancierd. Omgekeerd zijn langlopende schulden aantrekkelijk als de rente gaat stijgen, omdat dan langer van de huidige lage rentestand kan worden geprofiteerd. Door het opkoopbeleid van de ECB heeft de bank-overheid, en dus de belastingbetaler, het risico op zich genomen dat de rente plotseling zal stijgen. In feite

spreekt de ECB met het opkoopbeleid dus de verwachting uit dat de rente nog lang laag zal blijven. Niets meer, maar ook niets minder.

We moeten nog een laatste stap zetten om te begrijpen wat er feitelijk aan de hand is: de Onvermijdelijke Wet van het Dubbel Boekhouden: tegenover iedere vordering moet een schuld staan. Een vordering is niets anders dan een claim op de toekomstige productie. Tegenover de claim op de toekomstige productie van de één moet iemand anders staan die bereid is die productie in de toekomst daadwerkelijk te leveren. Per saldo willen de huidige generaties in private sector veel claims op de toekomstige productie aanhouden om later van hun pensioen te kunnen genieten. De enige partij die de verplichting op zich kan nemen die claims te leveren, is de bank-overheid. Die kan die claim op zich nemen, omdat zij in de toekomst altijd belasting kan heffen om die verplichting na te komen. Zij levert die claim in twee vormen, in korte looptijden in de vorm van tegoeden bij de ECB, en in lange looptijden in de vorm van langlopende overheidsobligaties.

Het opkoopbeleid van de ECB heeft er dus toe geleid dat de bank-overheid als geheel zijn verplichtingen aan de private sector kortlopend heeft gefinancierd. Daarmee is het risico op een rentestijging bij de belastingbetaler komen te liggen. De bank-overheid is in de huidige situatie niet bereid om een risicopremie te betalen om het risico op een toekomstige rentestijging af te dekken, blijkbaar omdat de centrale bank verwacht dat de rente voorlopig laag zal blijven. Vooralsnog heeft de ECB daarin groot gelijk, want ondanks de lage rente staan beleggers in de rij voor overheidsobligaties en korte termijndeposito's bij de centrale bank.

De vraag waar de Europese bank-overheid het komend jaar voor staat is hoe ze willen omgaan met die aanhoudend grote vraag naar claims op de toekomstige productie. Gaat zij door de omvang van die claims te proberen terug te dringen door middel van nog lagere rentes? Of is zij bereid de corresponderende verplichting op zich te nemen door een hogere overheidsschuld aan te gaan? Het zou me niet verbazen als de grenzen van negatieve rentes zijn bereikt. Dan is een hogere overheidsschuld de enige uitweg.