

Is de wereld gek geworden?

In de eurozone wordt inmiddels een vracht aan overheidsobligaties genoteerd tegen een negatief effectief rendement. Dat geldt vooral voor korte looptijden, maar in een handvol landen reikt de negatieve rente zelfs tot looptijden van vijf jaar of nog iets verder. De houder van de obligaties die niet tussentijds verkoopt, boekt gegarandeerd een beleggingsverlies. Als institutionele beleggers wordt gevraagd of ze die stukken aan de ECB willen verkopen, zegt een meerderheid desondanks dat niet te willen. Is de wereld gek geworden?

Economen zullen nog lange tijd het Amerikaanse monetaire beleid van de afgelopen jaren analyseren en evalueren: hoe succesvol was het beleid van kwantitatieve verruiming? In ieder geval kunnen we constateren dat een erg directe link tussen dit beleid en de kapitaalmarktrente moeilijk vast te stellen is. Toegegeven, aan het begin van het eerste opkoopprogramma, tegen het einde van 2008, daalde de lange rente fors. Maar gedurende dat eerste programma steeg de rente weer net zo vrolijk. Hetzelfde gebeurde met het tweede programma en ook tijdens het derde programma steeg de kapitaalmarktrente rente per saldo. Paradoxaal genoeg daalde de kapitaalmarktrente vooral in de periodes dat de Amerikaanse centrale bank zich afzijdig hield.

Als Europa het voorbeeld van de VS volgt, zou de kapitaalmarktrente bij ons nu moeten gaan stijgen, maar er is niets dat daar vooralsnog op wijst. Drie verschillen tussen de VS toen en de eurozone nu zijn hier relevant. Ten eerste had de Amerikaanse overheid grote begrotingstekorten toen de Fed begon met haar opkoopbeleid. In Europa zijn de tekorten veel kleiner; Duitsland heeft zelfs een begrotingsoverschot. De ECB is doende een deel van een krimpende markt te kopen. Ten tweede hebben beleggers die dollars van de Fed ontvingen, in ruil voor hun stukken veel meer alternatieve mogelijkheden om de dollars te herbeleggen. Amerikaanse financiële markten zijn breder en dieper, maar je kunt met dollars bijvoorbeeld ook grondstoffen of schuld van opkomende landen kopen. En ten derde waren de risicopremies op beleggingsalternatieven in de VS in 2008 veel hoger dan die in de eurozone nu. De kans dat het geld de obligatiemarkt snel verlaat, is in Europa daardoor kleiner. Hoewel



HAN DE JONG
Chief economist bij ABN AMRO

men zich nauwelijks kan voorstellen dat de kapitaalmarktrente nog lager kan worden, lijkt een spoedige, snelle stijging eveneens onwaarschijnlijk. Als institutionele beleggers wordt gevraagd waarom ze hun stukken niet verkopen, wijzen ze vooral op de regelgeving. De contante waarde van (toekomstige) verplichtingen van verzekeraars en pensioenfondsen beweegt mee met de rente. Als tegenkracht worden obligaties (en renteswaps) in portefeuille gehouden. Die verklaring voor het aanhouden van beleggingen met een min of meer gegarandeerd negatief rendement leidt doorgaans tot een oorroverdoevende stilte, er wordt begripvol geknikt. “Tja, zo zit dat nu eenmaal in elkaar.” De regelgeving is er om financiële stabiliteit te garanderen

en om mijn belangen te beschermen. Mij rijzen de haren te berge. Ik ben deelnemer in een pensioenfonds. Een deel van mijn spaargeld wordt aldus aangehouden om verlies te lijden. Hoe dat in mijn belang is, is mij niet direct duidelijk. Zou het niet eens tijd worden na te denken of er iets mis is met die regelgeving?

De lage, en voor een deel van de *yieldcurve* negatieve rente, maakt het voor overheden goedkoper dan ooit om geld te lenen. Wat wordt daarmee gedaan? Zoals gezegd heeft de Duitse overheid een begrotingsoverschot. Het komt er feitelijk op neer dat Duitse belastingbetalers hun geld aan de overheid geven die daarmee de staatsschuld vermindert, hetgeen niets anders is dan dat zij belegt in schuldtitels met een negatief rendement. Als ik een Duitse belastingbetaler zou zijn, zou ik liever hebben dat wat aan de wegen wordt gedaan. En als dat niet kan, dan houd ik dat geld liever. Dan beleg ik het zelf wel of koop ik er goederen of diensten voor. Maar Duitse belastingbetalers houden zich koest.

Hetzelfde geldt natuurlijk ook voor andere landen. Ik ben helemaal niet een van die economen die het investeren in infrastructuur als de oplossing zien voor al onze economische problemen. Maar ook ik vraag mij nu toch wel af of onze overheden geen investeringen kunnen verzinnen die een hoger maatschappelijk rendement kunnen opleveren dan het negatieve rendement op veel staatsobligaties. Met stijgende verbazing zie ik het uitblijven van deze discussie aan. Ben ik nou gek of is de rest van de wereld het?