

Vier misvattingen over het opkoopbeleid van de Europese Centrale Bank

In reactie op het grote aanbod van kapitaal heeft de Europese Centrale Bank (ECB) op grote schaal overheidsobligaties opgekocht. Daardoor is de lange rente thans niet veel hoger meer dan de korte rente. Dit beleid heeft tot veel publieke discussie geleid. Het referentiekader van de meeste commentatoren – de kwantiteitstheorie van het geld – hoort echter in het museum thuis.

IN HET KORT

- Het opkoopbeleid van de ECB vergroot niet het aanbod van kapitaal maar ruilt lang- tegen kortlopende verplichtingen.
- De huidige huizenprijstijgingen zijn niet het gevolg van het ECB-beleid, maar van het grote aanbod van kapitaal.
- Het opkoopbeleid brengt het risico op rentestijging op de ECB-balans en signaleert dat de ECB nog lang een lage rente verwacht.

COEN TEULINGS

Hoogleraar aan de Universiteit Utrecht

“W e kunnen ons inderdaad voorstellen dat de lage rente vooral het gevolg is van het grote spaaroverschot dat ontstaat door de vergrijzing. Maar maakt de ECB dan de problemen niet juist erger door massaal staatsobligaties te kopen?”

Die vraag kreeg ik de afgelopen jaren regelmatig als reactie op mijn columns in *Het Financieel Dagblad* en mijn boek *Over de dijken*. Mensen die zich goed konden voorstellen dat de lage rente inderdaad het gevolg is van het door de vergrijzing grote spaaroverschot – zie kader 1 – hadden het gevoel dat het opkoopbeleid van de ECB de problemen alleen maar erger maakte. De verwarring van de vragenstellers is begrijpelijk. Velen van hen zullen in de jaren zeventig en tachtig economieonderwijs hebben gehad. Dit onderwijs, zowel op de middelbare school als op universiteiten, redeneerde vanuit de kwantiteitstheorie van geld en de daarop gebaseerde LM-curve van het IS-LM-model. Maar dit zet de vragenstellers op het verkeerde been. De kwantiteitstheorie hoort thuis in het museum.

De economische beleidspraktijk erkent dit feit. Zo gebruikt het Centraal Planbureau al langer dan veertig jaar geen geldhoeveelheid meer in zijn model en, al heeft De Nederlandsche Bank de geldhoeveelheid nog wel in haar model, de vergelijkingen waarin de geldhoeveelheid voor-

komt staan al jaren lang ‘uit’, omdat ze de trefzekerheid van de ramingen verslechteren. Want in weerwil van alle ‘analyses’ die u in de kranten leest, heeft de kwantiteitstheorie in de praktijk al jaren afgedaan.

Dat de kwantiteitstheorie niet in het museum staat, heeft de economische discipline aan haar eigen gebrekkige communicatie te wijten. Zo is pas in de meest recente versie van het leerboek macro-economie van Blanchard et al. (2017) de op de kwantiteitstheorie gebaseerde LM-curve uit het IS-LM-model vervangen door de Taylor-regel, waarbij de centrale bank niet de geldhoeveelheid maar de rente als stuurvariabele hanteert.

Dit heeft ertoe geleid dat de discussies over het spaaroverschot en het opkoopbeleid in de publieke beeldvorming geassocieerd zijn geraakt met meer buitennissige stromingen als de *Modern monetary theory* (Huber, 2014) en het gedachtegoed van Robert Skidelsky – zie bijvoorbeeld David Graebers recensie van Skidelsky's boek *Money and government: the past and future of economics*, onder de omnieuwe titel *Against economics*: alsof Skidelsky's analyse haaks zou staan op de gebruikelijke economische wetenschap (Graeber, 2019). Het zijn echter de logische implicaties van het huidige standaardmodel van de macro-economie. Hoofdstuk 7 uit Teulings (2018) geeft dit eenvoudig weer.

In het vervolg laat ik eerst zien waarom de kwantiteitstheorie geen hout snijdt in de huidige tijd, waarin de rol van munten en bankbiljetten nagenoeg is uitgespeeld. Via een historisch uitstapje bespreek ik het Waterloo van deze theorie in de strijd tegen de stagflatie in de jaren zeventig. Vervolgens bespreek ik de moderne theorie van de renteterminstructuur. Met dat instrumentarium analyseer ik vervolgens de effecten van het ECB-beleid en laat ik zien dat dit beleid niet leidt tot een vergroting van het kapitaal-aanbod, maar slechts tot een looptijdtransformatie en een verlaging van de lange rente.

Kwantiteitstheorie van geld

De bron van verwarring is de kwantiteitstheorie van geld. Die theorie gaat ongeveer als volgt: als u wilt sparen, dan zet u uw geld op een spaarrekening, waar rente over wordt betaald. Pas als u iets wilt gaan kopen, neemt u het geld van uw spaarrekening in contanten op. Contant geld is in deze visie de noodzakelijke tussenstap tussen een spaartegoed en een transactie. ‘Het geld brandt in uw portemonnee’, zo wil de beeldspraak, omdat u er geen rente over ontvangt.

Er is daarom een vaste relatie tussen de hoeveelheid geld en het nominale transactievolume. Door de hoeveelheid contant geld te verhogen, ontstaat er inflatie. Meer geld leidt volgens deze theorie automatisch tot meer transacties. Omdat het aantal goederen vastligt door de productiecapaciteit en dus niet op korte termijn kan worden verhoogd, kan het hogere nominale transactievolume alleen worden gerealiseerd door hogere prijzen.

Het Waterloo van de kwantiteitstheorie

De kwantiteitstheorie vond zijn Waterloo in de stagflatie van de jaren zeventig (zie Teulings (2018), hoofdstuk 7). Het economische beleid had de hoge werkloosheid in die jaren volgens het klassieke keynesiaanse recept proberen op te lossen door de economie te stimuleren. Dat bleek niet te werken: het leidde slechts tot meer inflatie, niet tot minder werkloosheid. De werkloosheid bleek niet het gevolg van te weinig vraag, maar van een te rigide arbeidsmarkt. Bij een rigide arbeidsmarkt leidt stimulering slechts tot meer inflatie en niet tot minder werkloosheid. Het waren de jaren van Margaret Thatcher, Ronald Reagan en van de toenmalig president van de FED die onlangs is overleden, Paul Volcker. Op basis van de kwantiteitstheorie probeerden zij via een strikte normering van de geldhoeveelheid de inflatie te beteugelen. Het terugdringen van de inflatie was een groot succes, maar de geldhoeveelheid bleek daarvoor het verkeerde instrument te zijn.

Centrale banken hadden de geldhoeveelheid niet aan een touwtje. Die wordt immers bepaald door de geldschepping van private banken. Bovendien bleek er helemaal geen vaste relatie tussen transactievolume en geldhoeveelheid, ongeacht de manier waarop de geldhoeveelheid gemeten werd. De beleidsrente bleek echter een zeer effectief instrument te zijn om de inflatie te beteugelen. Het is de rol van de centrale bank om bij de reële evenwichtsrente een passende nominale beleidsrente te vinden. Zet de centrale bank de nominale rente te hoog, dan wordt er te veel gespaard en krimpt de economie (de bekende IS-curve uit het IS-LM-model). Zet de ECB de nominale rente te laag, dan wordt er te weinig gespaard. De effectieve vraag is in dat geval groter dan de productiecapaciteit. Ondernemers zullen van deze schaarste gebruikmaken door hun prijzen te verhogen, waardoor de inflatie oploopt. Een hogere beleidsrente bleek inderdaad een probaat middel om de effectieve vraag af te remmen en de inflatie de kop in te drukken.

Aldus ontstond geleidelijk de Taylor-regel: als de verwachte inflatie boven de doelstelling komt (twee procent in het geval van de ECB), dan moet de centrale bank de rente verhogen, en omgekeerd als de verwachte inflatie onder de doelstelling komt. Binnen een paar jaar was de hoge inflatie verleden tijd.

Economen zouden later leren dat lage inflatie een veel hardnekkiger probleem is dan hoge inflatie, eerst in Japan en later in eurozone. Dit probleem is zo hardnekkig vanwege de zogenaamde nul-ondergrens: 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 nu ook de lange rente dicht bij nul ligt.

Verouderde theorie

De kwantiteitstheorie is nooit echt bevredigend geweest. Deze werkte misschien in een wereld waarin er een scherp onderscheid was tussen contant geld waarmee transacties werden afgewikkeld en deposito's bij de bank.

Maar tegenwoordig wikkelen we bijna alle transacties giraal af. U hoeft voor een transactie het geld niet meer van uw rekening op te nemen, u betaalt giraal via uw rekening-courant. Weliswaar wordt daarop de laatste jaren geen rente meer vergoed, maar dat ligt aan de marktomstandigheden, niet aan een fundamentele onmogelijkheid.

De kwantiteitstheorie vond zijn Waterloo in de stagflatie

De kwantiteitstheorie, die de rente opvat als het prijsverschil tussen spaargeld en transactiegeld, is dus achterhaald. Er is geen scherp onderscheid meer tussen beide. Er zijn spaarrekeningen met tal van verschillende voorwaarden: een rekening-courant, spaarrekeningen, driemaandsdeposito's, of tienjaars overheidsobligaties. Het zijn allemaal verschillende manieren om vermogen op te slaan voor toekomstige consumptie: uw pensioen over twintig jaar, de aanschaf van een nieuwe auto volgende maand, of een voorzorgskas voor als onverhoopt de koelkast het begeeft. De rente die u voor al deze verschillende spaarrekeningen ontvangt loopt uiteen, al naar gelang de looptijd en de flexibiliteit waarmee u over het saldo kunt beschikken.

Een rekening-courant is niets anders dan een rekening met de kortst mogelijke rentelooptijd: nul. Het verband tussen rente en looptijd wordt de 'rentetermijnstructuur' genoemd, of kortweg de 'rentecurve'. Normaliter heeft die curve een stijgend verloop: hoe langer de looptijd des te hoger de rente. Op de kapitaalmarkt kunnen obligaties van

Demografie leidt tot een spaaroverschot

KADER 1

De discussie over het ECB-beleid is het indirecte gevolg van de wereldwijde neerwaartse trend in de reële rente die vraag en aanbod op de kapitaalmarkt in evenwicht brengt. Die neerwaartse trend is al ruim twee decennia gaande. Hij is vooral het gevolg van de daling van de geboortecijfers rond 1970, maar de grote winsten in de IT-sector spelen waarschijnlijk ook een rol.

De grote cohorten die voor 1970 geboren zijn, leggen nu massaal geld opzij voor hun pensioen (Blanchard et al., 2014; Teulings, 2018). En zoals op iedere markt, leidt ook op de kapitaalmarkt een hoger aanbod bij een gelijkblijvende vraag tot een lagere prijs, in dit geval de rente. Momenteel is de reële evenwichtsrente (de nominale rente minus de verwachte inflatie) zelfs negatief.

alle denkbare looptijden worden gekocht, en even gemakkelijk ook weer worden verkocht. Die markt is – zeker voor Duitse, maar ook voor Nederlandse obligaties – zeer liquide: het prijsverschil tussen aan- en verkoop is verwaarloosbaar. Als een belegger geld nodig heeft voor een transactie, dan kan hij tegen zeer geringe transactiekosten een obligatie verkopen, onafhankelijk van de looptijd. Er is dus geen principieel verschil tussen geld en obligaties. Het zijn beide vormen om vermogen op te slaan voor toekomstige

Vanwege onze fascinatie voor geld denken wij dat ‘de ECB geld in de economie pompt’

consumptie. Dat we onze transacties afwikkelen in geld – dat wil zeggen: obligaties met looptijd nul – is in zekere zin louter toeval. We hadden net zo goed een obligatie met een looptijd van tien jaar kunnen gebruiken.

Rentetermijnstructuur

Als de kwantiteitstheorie het verloop van de rentecurve niet verklaart, welke theorie dan wel? Als er geen principieel verschil is tussen obligaties met verschillende looptijden, waarom zouden beleggers dan überhaupt nog vermogen opslaan in kortlopende obligaties? Die leveren immers doorgaans minder rente op. In een wereld zonder onzekerheid zou iedereen inderdaad beleggen in obligaties met de hoogste rente, veelal obligaties met de langste looptijden. Er zou geen markt voor obligaties met een korte looptijd bestaan en de rentecurve zou volledig vlak zijn. De rentetermijnstructuur kan daarom alleen worden begrepen door rekening te houden met de onzekerheid over de toekomstige rente. Die onzekerheid leidt tot drie onderling samenhangende factoren die het verloop van de rentecurve bepalen: de renteverwachting, de risicopremie, en de beleggingshorizon van de belegger (Cox et al., 1985).

De eerste factor is de verwachting over de toekomstige rente. Bij een verwachte rentestijging zullen beleggers alleen langlopende obligaties willen kopen als ze daar nu alvast een hogere rente op krijgen. Door nu al een obligatie met een lange looptijd te aan te schaffen, kunnen zij niet meer van de verwachte rentestijging profiteren. Bij een verwachte rentestijging is de rentecurve dus stijgend. Omgekeerd willen beleggers bij een verwachte rentedaling liever in langlopende obligaties beleggen: de rentecurve is dan dalend. De renteverwachtingen beïnvloeden dus het verloop van de rentecurve. Renteverwachtingen kunnen echter niet verklaren waarom de rentecurve doorgaans stijgend is. Het hangt er maar van af of beleggers een rentestijging of -daling verwachten. Omdat beleggers niet voortdurend een rentestijging kunnen verwachten – ooit moet de rente immers weer omlaag – zou de rentecurve volgens deze verklaring gemiddeld genomen vlak moeten zijn.

De tweede factor is de onzekerheid over de toekomstige renteontwikkeling. Stel dat de rente onverwacht voor alle looptijden met één procent stijgt. Een obligatie met een looptijd van tien jaar is dan plotseling tien procent minder waard, omdat een nieuwe tienjaarsobligatie tien jaar lang één procent meer opbrengt. Bij een rentedaling gebeurt er precies het omgekeerde. Hoe langer de looptijd van de obligatie, hoe groter het koersrisico. Omdat beleggers risicoavers zijn, vragen ze voor obligaties met een langere looptijd een risicopremie.

Deze redenering voldoet echter niet volledig. Ze definieert risico als het prijsrisico bij het verkopen van de obligatie morgen. Voor veel partijen is dat echter niet de juiste risicomaat. Wat een risicovrije obligatie is, is afhankelijk van de beleggingshorizon van de belegger. Voor een pensioenfonds dat zijn deelnemers over twintig jaar hun pensioen zal moeten uitbetalen is het koersrisico in de tussenliggende periode irrelevant. Dit fonds is alleen geïnteresseerd in de opbrengst van de obligatie over twintig jaar. Een twintigjaarsobligatie geeft daarover zekerheid. Voor een belegger die volgende maand een auto wil kopen, is een twintigjaarsobligatie juist zeer riskant. Een verstandige belegger stemt de looptijd van zijn obligatieportefeuille zo veel mogelijk af op zijn beleggingshorizon. Wat geldt voor de aanbodkant van de kapitaalmarkt, geldt ook voor de vraagkant ervan. Iemand die zijn huis financiert met een hypotheek, preferereert een lange rentelooptijd, om zo het risico op de toekomstige rentefluctuaties te beperken.

De rentecurve is de rentetermijnstructuur waarbij er voor iedere looptijd evenwicht is tussen de vraag en het aanbod van kapitaal. Dat de rentecurve veelal een stijgend verloop heeft, komt omdat er doorgaans veel vraag is naar kapitaal met een lange looptijd, bijvoorbeeld hypotheeklen, en veel aanbod van kapitaal met een korte looptijd, van mensen die binnenkort een auto willen kopen. Voor zover beleggers geen obligaties kunnen krijgen met de gewenste looptijd, zijn ze eventueel bereid om obligaties met een iets afwijkende looptijd te accepteren, mits ze voor deze mismatch worden gecompenseerd met een risicopremie.

Vier misvattingen over het ECB-beleid

Wat is nu het effect van het opkoopbeleid van de ECB? De ECB ruilt obligaties met een lange looptijd in tegen obligaties met de kortst mogelijke looptijd, namelijk van nul jaar, in de volksmond ook wel ‘geld’ genoemd. Dat leidt tot vier observaties die haaks staan op populaire redeneringen over het ECB-beleid.

Vergroot het ECB-beleid niet het aanbod van kapitaal, juist in een tijd dat er al zo'n groot kapitaal aanbod is?

Nee, het opkoopbeleid leidt slechts tot looptijdtransformatie. Zonder het ECB-beleid hielden beleggers hun vermogen aan in vorderingen met een lange looptijd, nu doen ze dat in vorderingen met een korte looptijd. Het is vanwege onze door de kwantiteitstheorie ingegeven fascinatie voor geld dat wij denken dat ‘de ECB geld in de economie pompt’ als zij obligaties met een looptijd van tien jaar koopt in ruil voor obligaties met een looptijd van nul jaar. Maar zoals we hebben gezien, is er geen principieel verschil tussen beide.

Is het ECB-beleid niet vreselijk kostbaar geweest? Of populair gezegd: waar zijn de miljarden van Draghi gebleven?

Nee, de ECB heeft simpelweg de ene verplichting ingeruild voor een andere. Het ECB-beleid heeft geen cent gekost. Opnieuw: de erfenis van de kwantiteitstheorie zet ons op het verkeerde been.

Maar brandt door het opkoopbeleid van de ECB het geld dan niet in de zakken van beleggers waardoor er bubbels op de huizenmarkt ontstaan?

Nee, Het ECB-beleid verandert slechts de rentecurve: de lange rente daalt ten opzichte van de korte rente. Langlopende obligaties en kortetermijndeposito's zijn bijna perfecte substituten geworden. Je kunt je kapitaal net zo goed 'opslaan' op een rekening-courant als in een langlopende obligatie. Voor de rentevergoeding maakt het nauwelijks meer uit.

Huizenprijzen stijgen door het grote aanbod van besparingen. Die besparingen zoeken overal hun uitweg: in overheidsobligaties, in aandelen en, niet in de laatste plaats, in vastgoed. Als beleggers hun geld niet in obligaties maar in vastgoed wilden steken, dan konden ze dat altijd al doen, ook zonder het opkoopbeleid van de ECB, 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.

Maar zou de ECB deze stijging van de huizenprijzen niet mee moeten nemen bij de berekening van de inflatie?

Als de ECB dit zou doen, zou de inflatie hoger uitkomen. Volgens de Taylor-regel zou de ECB de rente dan moeten verhogen.

Ook dit is echter onjuist. Rentedaling en de stijging van de huizenprijzen (ook wel *asset-price inflation* genoemd) zijn beide uitingen van hetzelfde fenomeen: een spaaroverschot, waardoor de huidige productiecapaciteit onderbenut blijft en de prijs ervoor daalt, terwijl de toekomstige productiecapaciteit overbelast is en de prijs ervoor stijgt. De prijsstijging voor de huidige bestedingen (inflatie) en de prijsdaling voor toekomstige bestedingen (lagere rendementen en dus *asset-price inflation*) zijn twee zijden van dezelfde medaille.

Wet van het Dubbele Boekhouden

Om het effect van het ECB-beleid te begrijpen is het goed je te realiseren dat de ECB een volledige dochter is van de overheid: de overheid is de enige aandeelhouder. Alle winst of verlies valt dus toe aan de overheid, ofwel 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. Voor de bank-overheid als geheel vallen onderlinge schulden en vorderingen, de door de ECB opgekochte obligaties, tegen elkaar weg. Per saldo heeft de bank-overheid door dit opkoopbeleid haar schulden aan de private sector dus kortlopend gefinancierd. Denk terug aan de voorafgaande analyse van de rentecurve. Kortlopende schulden zijn aantrekkelijk bij onverwachte rentedaling, want dan kan de schuld later goedkoper worden gefinancierd. Omgekeerd zijn langlopende schulden aantrekkelijk bij een onverwachte rentestijging, omdat dan langer van de huidige lage rente wordt geprofiteerd. Door het opkoop-

beleid van de ECB heeft de bank-overheid, en dus de belastingbetaler, haar schuld kortlopend gefinancierd en daarmee het risico genomen dat de rente plotseling zal stijgen.

De laatste stap om de feitelijke effecten van het ECB-beleid te begrijpen is de Onvermijdelijke Wet van het Dubbele 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 er iemand anders staan die bereid is die productie in de toekomst daadwerkelijk te leveren.

Per saldo willen de huidige generaties veel claims op de toekomstige productie in hun beleggingsportefeuille aanhouden, liefst met een lange rentelooptijd, om over twintig jaar van een gegarandeerd pensioen te kunnen genieten. Linksom of rechtsom zullen toekomstige generaties de levering van die verplichting op zich moeten nemen. Omdat beleggers geen zaken kunnen doen met toekomstige generaties, treedt de bank-overheid op als vertegenwoordiger van deze toekomstige generaties. Ze kan later immers altijd extra belasting heffen op die toekomstige generaties om hen aan hun verplichtingen te laten voldoen. De bank-overheid neemt die verplichting op zich in meerdere vormen: tegoeden met korte looptijd bij de ECB en langlopende staatsobligaties.

In feite spreekt de ECB met het opkoopbeleid dus de verwachting uit dat de rente nog lang laag zal blijven, en dat de bank-overheid daarom geen risicopremie meer wil betalen om het risico op een rentestijging af te dekken. Vooralsnog heeft de ECB daarin groot gelijk, want ondanks de aanhoudend lage rente staan beleggers in de rij voor overheidsobligaties en kortetermijndeposito's bij de centrale bank.

De vraag waar de Europese bank-overheid de komende jaren voor staat, is hoe ze wil omgaan met die aanhoudend grote vraag naar claims op de toekomstige productie. Zal ze doorgaan met haar pogingen om de omvang van die claims op toekomstige productie ten laste van de toekomstige generaties terug te dringen via nog lagere rentes? Of is ze bereid in naam van toekomstige generaties een hogere overheidsschuld aan te gaan in de redelijke verwachting dat die toekomstige generaties die claims weer door zullen kunnen rollen naar de generaties na hen? Het zou me niet verbazen als de grenzen van negatieve rentes zijn bereikt. Dan is een hogere overheidsschuld de enige uitweg. Het in Nederland populaire alternatief van een hogere rente én een lagere overheidsschuld is helaas onhaalbaar.

Literatuur

- Blanchard, O., D. Furceri en A. Pescatori (2014) A prolonged period of low real interest rates? In: C.N. Teulings en R. Baldwin (red.), *Secular stagnation: facts, causes and cures*. CEPR Policy research. E-boek te vinden op voxeu.org.
- Blanchard, O., A. Amighini en F. Giavazzi (2017) *Macroeconomics: a European perspective*. New York: Pearson Education.
- Cox, J.C., J.E. Ingersoll en S.A. Ross (1985) A theory of the term structure of interest rates. *Econometrica*, 53(2), 385–407.
- Graeber, D. (2019) Against economics. *New York Review of Books*, 5 december.
- Huber, J. (2014) Modern money theory and new currency theory. *Real World Economics Review*, 66, 38–57.
- Teulings, C.N. (2018) *Over de dijken*. Amsterdam: Prometheus.