

Een motor die op water probeert te rijden

Gert Peersman (column verschenen in De Standaard op 12 januari 2021)

Aan beeldspraak is er geen gebrek als het over het beleid van de centrale banken gaat: miljardenbazooka's, helikopters vol geld die overvliegen of een tsunami aan euro's die uit de geldpersen rollen en de financiële markten overspoelen. Dat allemaal met geld dat uit het niets wordt gecreëerd – door tovenaars, lijkt het wel, want details over de werking vernemen we zelden.

Als we onder de motorkap van het monetaire beleid kijken, vinden we een motor die veel minder krachtig is dan wordt voorgesteld en momenteel – een betere metafoor – op water probeert te rijden. Zelfs al pompen centrale banken een oceaan in de tank, de wagen zal er niet sneller door rijden. Het maakt namelijk niet uit hoeveel miljarden centrale banken in omloop brengen. Alleen als de rente daardoor daalt, kan dat de economie stimuleren of aandelenprijzen opdrijven. Bij een rentedaling gaan bedrijven meer investeren en gezinnen meer consumeren, omdat het minder interessant is om te sparen. Bij een rentedaling worden aandelen ook aantrekkelijker in vergelijking met obligaties, waardoor aandelenkoersen stijgen.

Op die manier heeft monetair beleid ons uit het moeras getrokken en de beurzen aangevuurd na de financiële crisis, maar de rente kan al enige tijd niet meer dalen, omdat de meeste rentevoeten het nulpunt al voor de coronacrisis hadden bereikt, of zelfs negatief waren. Daardoor is het monetaire beleid vandaag nagenoeg impotent. Het kan de economie niet aanzwengelen of aandelenkoersen opdrijven.

De miljardenbazooka's pompen netto zelfs helemaal geen extra middelen in de economie of het financiële systeem. De beeldspraak creëert een foute perceptie. Met hun fameuze aankoopprogramma's kopen de centrale banken namelijk overheidsobligaties op bij spaarders, banken en beleggingsfondsen, in ruil voor de euro's die ze hebben gecreëerd. Ze pompen bijgevolg evenveel in het systeem (euro's) dan dat ze er tegelijk uithalen (obligaties). Het is eerder een vestzak-broekzakoperatie dan een bazooka of tsunami, met als enige doel het controleren van de rente.

Zodra de rente het nulpunt heeft bereikt, zijn euro's en obligaties erg gelijkaardig en komen de aankoopprogramma's ook voor de tegenpartij neer op een vestzak-broekzakoperatie. Voor een spaarder is het rendement op een overheidsobligatie zonder rente hetzelfde als euro's die op een renteloze spaarrekening staan. Zonder rentedaling verandert er voor de beleggers door de ruiloperatie de facto niets en worden aandelen ook niet aantrekkelijker dan ze daarvoor waren. Vandaar dat het niet draait om de volumes, maar om de impact op de rente.

Dat wil niet zeggen dat de aankoopprogramma's geen zin hebben. Tijdens crisissen hebben sommige bedrijven en gezinnen uit voorzorg of liquiditeitsnood liever euro's dan obligaties. Bovendien vermijden ze dat de rente zou beginnen te stijgen in landen die een zware overheidsschuld torsen, wat nefast zou zijn voor de economie. Het is belangrijk dat centrale banken dat doen, maar het punt is dat het niet tot een relance van de economie of hogere aandelenkoersen kan leiden zonder dat de rente daalt.

Aangezien ze netto geen middelen in de economie pompen, zijn het niet de centrale

banken die de begrotingstekorten financieren – nog zo'n foute perceptie. Dat zijn de gezinnen die massaal sparen, omdat ze in hun kot moeten blijven. Zij overspoelen de markten met spaargeld, waardoor beurskoersen stijgen. Zij kopen met dat spaargeld ook rechtstreeks, of onrechtstreeks via de banken, de obligaties die de overheden uitgeven om het begrotingstekort te financieren. Het spaaroverschot van die gezinnen is macro-economisch de tegenpool van het begrotingstekort. Centrale banken bepalen alleen de rente die de spaarders op die obligaties krijgen, en zorgen ervoor dat die gunstig is voor de overheid.

Centrale bankiers beseffen dat hun rol is uitgespeeld om de relance te trekken. Die verantwoordelijkheid ligt nu bij het begrotingsbeleid, maar de belangrijkste hefboom ligt in de handen van de gezinnen die hun spaarpot hebben kunnen spijzen. Ofwel laten ze de komende jaren het spaargeld rollen. De spaarpot zal dan opnieuw slinken, maar de economie zal opveren. Door de economische groei en de belastinginkomsten die daarmee gepaard gaan, kunnen ook de overheidsschuld en het begrotingstekort weer normaliseren.

Maar als de gezinnen de vinger op de knip houden, dan zullen de relance en normalisering van de staatsschuld pijnlijk verlopen – en vroeg of laat zal dat moeten gebeuren. De overheidsschuld zal dan waarschijnlijk door inflatie en de lage rente over de tijd langzaam verdampen, al dan niet met extra besparingen en belastingen erbovenop om het tekort dicht te rijden. Het gevolg is dat de spaarpot evengoed zal verdampen en slinken. Faites vos jeux.