

# Emotie over monetair beleid

**T**oen de financiële crisis in 2007/08 uitbrak, verlaagden de centrale banken de rente agressief. Al snel lagen de officiële tarieven zo dicht bij nul dat er moest worden nagedacht over additionele maatregelen. Zo werd kwantitatieve verzuiming geboren. In de VS begon dat feitelijk ergens in 2009 toen de aankopen van diverse schuldbewijzen door de Fed niet meer werden gesteriliseerd. In het laatste deel van 2014 werd het laatste QE-programma afgesloten. In Europa begon dit in het najaar van 2014 toen ECB-baas Mario Draghi zijn eigen QE-programma aankondigde, dat in maart vorig jaar van start ging. Zonder twijfel is dit het meest spectaculaire experiment met monetair beleid dat de mensheid ooit beleefd

heeft – en de uitkomsten ervan zijn ongewis. Geen wonder dat de reacties sterk uiteenlopen en zelfs steeds emotioneler worden. Zelfs de interesse van de politiek is gewekt en de Vaste Kamercommissie voor Financiën besteedde onlangs aan het monetaire beleid een hoorzitting. Er is verontwaardiging alom. “De lage en zelfs negatieve rente is slecht voor onze pensioenfondsen, maakt banken het leven onnodig lastig en het helpt sowieso niet omdat het eerder aanzet tot sparen dan tot besteden. Ook het opkopen door de ECB van een hoop schuld papier werkt niet en leidt alleen maar tot zeepbellen op markten voor vermogenstitels.” Die massale verontwaardiging lijkt mij misplaatst.

Allereerst is het maar zeer de vraag of de centrale banken de rente naar een kunstmatig laag niveau hebben gedrukt of dat de natuurlijke rente fors is gedaald en de centrale banken dat gewoon gevolgd hebben. De zwakke economische groei en de aanhoudend lage inflatie suggereren dat laatste. En dat van die zeepbellen begrijp ik helemaal niet. Koers-winstverhoudingen op aandelenmarkten zijn niet ver van hun historische gemiddelden. In plaats van mij op te winden over de vermeende zeepbellen verbaas ik mij nu juist over de relatief bescheiden waardering van aandelen.

Dat onze pensioenfondsen last hebben van de lage rente is waar, maar we hebben er zelf voor gekozen de markrentte te gebruiken als disconteringsvoet voor de verplichtingen. Een dekkingsgraad van negentig procent vandaag betekent dat een fonds negentig procent van zijn nominale verplichtingen kan voldoen als het op lange termijn een rendement op de beleggingen haalt van circa één procent. Dat moet te overtreffen zijn.



**HAN DE JONG**  
Chief economist bij ABN AMRO

En dat de lage rente de bestedingen niet zou steunen, lijkt mij op voorhand niet evident. Iedereen die lagere financieringslasten heeft, houdt meer geld over voor andere bestedingen. Waarom zou dat bij de olieprijs wel zo werken maar bij rente niet?

Belangrijker is de vraag hoe effectief het agressieve monetaire beleid is. Je moet beleid beoordelen op de resultaten en mij lijken die positief. Helaas weten we niet wat er gebeurd zou zijn zonder dit beleid. In ieder geval is een depressie voorkomen, is deflatie vermeden, daalt de werkloosheid, is schuld in het algemeen houdbaar geworden, zijn kapitaalratio's van banken gestegen, is de winstgevendheid van de meeste bedrijven weer acceptabel, en ga zo

maar door. Niet slecht, lijkt me. De aankondiging van additionele monetaire maatregelen vond regelmatig plaats op momenten dat het vertrouwen in de economie en op financiële markten vervaarlijk verzwakte. Die aankondiging heeft er steeds voor gezorgd dat het vertrouwen herstelde. Mij lijkt het beleid derhalve redelijk succesvol, al zijn zeker niet alle problemen en kwetsbaarheden opgelost. Natuurlijk hadden we liever meer groei gehad, maar is het gebrek eraan te wijten aan ineffectiviteit van monetair beleid? Voor zover er bij politici verontwaardiging bestaat over het ECB-beleid vraag je je af of ze geen boter op hun hoofd hebben. Als de politiek meer effectieve maatregelen had genomen om de economische groei beter op peil te houden en bijvoorbeeld een beter functionerende monetaire unie van de eurozone had gemaakt, dan was het monetaire beleid niet zo zwaar belast geraakt.

Onlangs begon ECB-hoofdeconoom Peter Praet over helikoptergeld. Er is voor een dergelijk extreme strategie helemaal geen rechtvaardiging nu de economie groeit met ruim één procent per jaar, de kerninflatie rond één procent ligt en de kredietverlening licht begint te stijgen. Dat weet Praet ook wel. Toch vind ik hem slim. Hij zet communicatie als instrument is. Zo deed hij zijn uitspraken op het moment dat spelers op financiële markten twijfelden of centrale banken nog instrumenten hadden in geval van nood. Ja dus. Ook liep de euro op dat moment op en probeerde Praet die opmars een halt toe te roepen. Bovendien kun je niet uitsluiten dat de economische omstandigheden ooit zodanig zijn dat je helikoptergeld wilt proberen. Door er nu over te praten, kan iedereen vast aan het idee wennen.