

# Fundamentele evaluatie van de ECB-strategie is noodzakelijk

De Europese Centrale Bank voert sinds de financiële crisis van 2008 een hoogmoedig beleid, dat diep ingrijpt in de economie. Dit levert allerlei risico's op, uiteindelijk ook voor het verwezenlijken van haar primaire taak en voor haar onafhankelijkheid. Tijd voor een herbezinning.

## SYLVESTER EIJJFINGER

Hoogleraar aan Tilburg University en president van Tilburg University Society

## LEX HOOGDUIN

Hoogleraar aan de Rijksuniversiteit Groningen en bestuursvoorzitter van LCH

Tijdens en na de financiële crisis van 2008 is de Europese Centrale Bank (ECB) een andere richting ingeslagen. Het gaat niet alleen om de inzet van zogenoemde 'onconventionele monetaire instrumenten', maar ook om een bredere strategiewijziging waardoor zij zich verrijkt van een aantal kernuitgangspunten van het EU-verdrag, waaronder de statuten van het Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB).

Dit artikel bespreekt en beoordeelt deze wijzigingen vanuit het gegeven dat zowel het financiële systeem als de economie waarin de ECB opereert complexe systemen zijn. In een complex systeem moet beleid, wil het effectief zijn, aan bepaalde beginselen voldoen. Het ECB-beleid na de crisis schendt echter twee beginselen voor effectief beleid in een complex systeem. Zeker de laatste vier jaar bereikt de ECB met haar strategie niet wat ze zegt te willen bereiken. De ECB-strategie die aan de crisis voorafging sloot beter aan bij deze beginselen.

### BELEID IN EEN COMPLEXE ECONOMIE

De economie is een complex adaptief systeem (Arthur, 2015; Colander en Kupers, 2014; Diks, 2012; Hayek, 1967; Hoogduin, 2014; Mitchell, 2009). Een complex adaptief systeem is gedefinieerd als een grote verzameling heterogene economische agenten die met elkaar interacteren, en die ook op hun omgeving reageren en zich daaraan aanpassen. Een complex adaptief systeem is dus dynamisch en evolueert permanent.

Hoe een economie zich ontwikkelt, is afhankelijk van kennis, informatie, voorkeuren en verwachtingen/ideeën over de toekomst, de zogenoemde *data*. Deze data zijn zeer sterk over individuen gespreid, en nooit centraal te verkrijgen (Hayek, 1937; 1945). Bovendien hebben ze grotendeels een mentaal karakter. Dat geldt bijvoorbeeld voor voorkeuren en verwachtingen. Veel door individuen gebruikte kennis en informatie is ook niet vastgelegd of vast te leggen.

Als gevolg hiervan is de economische ontwikkeling in hoge mate onvoorspelbaar, en dreigen er altijd onbedoelde gevolgen van ingrepen in de economie. Er is sprake van een knightiaanse onzekerheid, waarbij de toekomst onbekend en onvoorspelbaar is vanwege geopolitieke en andere risico's (Knight, 1921).

Economisch beleid in een complex adaptief systeem is bescheiden en voorzichtig (Hoogduin, 2016; 2017). Dit geldt ook voor monetair beleid. 'Bescheiden' betekent dat beleid alleen voorwaardenscheppend kan zijn en geen precieze uitkomsten dient na te streven. 'Voorwaardenscheppend' is bijvoorbeeld ervoor zorgdragen dat private partijen op de open markt transacties kunnen aangaan, 'precieze uitkomsten nastreven' is voorschrijven welke transacties private partijen dienen aan te gaan. Voor dat laatste ontbreekt bij beleidsmakers de kennis. Het wel nastreven van precieze uitkomsten is hoogmoed, en die komt voor de val (Brakman et al., 2001).

Voorzichtig beleid is beleid dat geen schade aanricht. Dit beginsel vinden we ook in de geneeskunde: 'Ten eerste geen schade berokkenen' (Hippocrates). Het sluit aan bij het besef dat de beleidsmaker heel weinig kan weten over de precieze ontwikkeling van een complex adaptief systeem, terwijl dat systeem zelf aanpassingsmechanismen heeft; die moeten hun werk kunnen doen. Volgens Hayek kunnen we hoogstens weten welke mechanismen werken in een complex adaptief systeem. Er bestaan geen constante kwantitatieve economische wetmatigheden (Hayek, 1937; 1945; Von Mises, 1962).

De belangrijkste taak van een econoom is daarom om

voortdurend uit te leggen hoe weinig we kunnen weten over de economie waarin we voortdurend willen ingrijpen. Voer dus geen beleid dat potentieel meer schade dan goed kan doen. Het doel kan nooit de middelen heiligen en de toegepaste middelen moeten niet erger zijn dan de kwaal.

Zorg er ook voor dat je als beleidsmaker zelf geen bron van verstoringen wordt. Grijp niet te veel en te vaak in, en schep niet als een kwakzalver valse verwachtingen, maar wees voorspelbaar. In de praktijk betekent dit dat het beleid gevoerd moet worden op basis van simpele regels met maar weinig discretie. Dit sluit aan bij de discussie over *rules rather than discretion* in het monetaire beleid (Barro en Gordon, 1983) en de vaste geldgroeiregel van Milton Friedman (Friedman, 1960).

### BELEIDSPRAKTIJK VAN DE ECB

De ECB schendt met haar huidige beleid beide beginselen voor verstandig beleid in een complex adaptief systeem.

#### ECB-beleid is niet bescheiden

Het huidige beleid is niet bescheiden en dat was het ooit wel. Het EU-verdrag bepaalt dat het primaire doel van de ECB het handhaven van prijsstabiliteit is. Het geeft niet aan hoe prijsstabiliteit wordt gedefinieerd en hoe de ECB prijsstabiliteit moet nastreven. Dat heeft de ECB (1998; 2003) vastgelegd in haar monetaire beleidsstrategie: prijsstabiliteit is een ontwikkeling van de HICP (*harmonised index of consumer prices*) voor het eurogebied als geheel van dicht bij, maar net lager dan twee procent op jaarbasis, en prijsstabiliteit wordt nagestreefd via een zogenoemde tweepijlerstrategie.

De monetaire pijler richt zich op de risico's voor prijsstabiliteit op de middellange termijn en kijkt naar signalen daarvoor in monetaire en financiële variabelen. De reële pijler richt zich ook op risico's voor prijsstabiliteit op de middellange termijn, maar kijkt daarvoor naar signalen in de reële economie. Daar hoort nadrukkelijk ook de analyse van andere prijsindicatoren zoals de prijzen van aandelen en staatsobligaties bij, vanwege mogelijke vermogens effecten op de prijzen van goederen en diensten op termijn. De

bestuursraad van de ECB vormt zich een oordeel over de risico's voor prijsstabiliteit op de middellange termijn in beide pijlers, en besluit op basis daarvan over de inzet van haar instrument, namelijk de herfinancieringsrente voor banken.

## De Europese Centrale Bank is onder Draghi aan de minst succesvolle periode in haar jonge geschiedenis bezig

Vanaf 2007 is de monetaire pijler minder belangrijk geworden en op de achtergrond geraakt. Zo werd onder andere gestopt met het publiceren van een richtsnoer voor de groei van de geldhoeveelheid (M3). Deze richtsnoer had tot dan steeds 4,5 procent bedragen, maar werd vaak overschreden. Aan de vooravond van de crisis, in 2007, bedroeg deze groei 12 procent.

En onder Draghi is de ECB zonder verklaring en onderbouwing een *inflation targeter* geworden – en wel een heel precieze. Ze stelt nu dat de inflatie 1,8 of 1,9 procent per jaar bedragen mag, wil men doel halen. Dat is een veel preciezere strategie dan het handhaven van prijsstabiliteit.

Ter verduidelijking: in ECB (1998) richt ze zich op de feitelijke inflatie op middellange termijn. Dus op de HICP zonder correctie voor fluctuaties die de trend verstoren. Een dergelijke index heet kerninflatie of super-kerninflatie. De laatste jaren zet de ECB ineens de kerninflatie centraal in haar beleid.

Tekenend is dat deze strategie de laatste vier jaar voortdurend fout loopt: de prijzen stijgen structureel langzamer dan de inflatiedoelstelling. Daarmee is de ECB onder Draghi aan de minst succesvolle periode in haar jonge geschiedenis bezig. Het is voor de markten onduidelijk op welk inflatiekompas de ECB op middellange termijn zal koersen.

### Verwijdering ten opzichte van het EU-verdrag

KADER 1

In het EU-verdrag en de ESCB-statuten is er afgesproken om overheidsschulden en tekorten niet monetair te financieren. De gedachte daarachter is dat een overheid die een beroep kan doen op de centrale bank voor financiering, vroeger of later zal ontsporen en het monetaire beleid zal gaan domineren.

De ECB heeft de laatste jaren massaal schuld papier van overheden in de secundaire markt gekocht (*quantitative easing*; QE). Hoe men dit ook juridisch moge beoordelen, in economische zin is dit een monetaire financiering van overheidstekorten en -schulden. Daarmee heeft de ECB haar onafhankelijkheid onder-

graven, zoals deze vastgelegd is in de ESCB-statuten (Eijffinger en De Haan, 1996; De Haan et al., 2005; De Haan en Eijffinger, 2017).

Het EU-verdrag bevat de zogenoemde no-bailoutclausule. De bedoeling daarvan is om te zorgen dat landen hun eigen broek ophouden, en niet door andere landen uit de brand worden geholpen. Het ECB-beleid heeft bijgedragen aan een ondermijning van deze clausule. Het monetaire beleid van de ECB heeft tot grote herverdelingseffecten geleid tussen tekorten en overschotlanden en tussen spaarders en schuldenaren in de eurozone. Daarmee is de ECB feitelijk buiten haar mandaat getreden.

Door QE worden er rentes op staatsschuld gedrukt. Dit maakt landen gemakkelijker onvoorzichtiger bij het aangaan van schuld en het laten bestaan van te hoge tekorten (moral hazard). Mario Draghi's bekende uitspraak uit 2012 om alles te doen wat binnen het Verdrag past om de euro te redden – door de bereidheid uit te spreken zo nodig onbeperkt overheidsobligaties van landen in problemen op te kopen (*outright monetary transactions*; OMT) – heeft potentieel hetzelfde effect. Het verschil is dat outright monetary transactions conditioneel zijn en nooit zijn toegepast, en QE onconditioneel en in ruime mate is toegepast.

**ECB-beleid is niet voorzichtig**

Het ECB-beleid lijkt te kunnen worden gekarakteriseerd als ‘het doel heiligt de middelen’.

De te lage inflatie en de focus op de kerninflatie gebruikt de ECB als rechtvaardiging voor een zeer grote, jarenlange opkoop van staatsobligaties en andere vermogenstitels, en om de beleidsrente dicht bij nul te houden. Dat doet ze op een moment dat economieën in het eurogebied al weer een aantal jaren herstel vertonen, en dat de feitelijke inflatie rond een half procentpunt lager is dan het ECB-doel. Het gevaar van een deflatoire spiraal, zo het ooit al bestond, is achter de horizon verdwenen. Het huidige inflatieniveau lijkt weinig schadelijk te zijn.

## De te lage rente schakelt de marktwerking uit

Dit is nou juist niet het type beleid dat de ECB zou moeten volgen. Het verbod op monetaire financiering uit het Verdrag van Maastricht legt bijvoorbeeld beperkingen op aan de middelen die de ECB mag inzetten. Kader 1 legt uit dat de ECB zich verwijderd van het Verdrag, en daarmee haar onafhankelijkheid zelf op langere termijn heeft ondergraven.

**GEVOLGEN VAN HET HUIDIGE ECB-BELEID**

Het huidige monetaire beleid van de ECB heeft potentieel grote gevolgen.

**Risico's**

Allereerst is er het risico dat overheden noodzakelijke aanpassingen uitstellen en proberen af te stellen (*moral hazard*). Dat zien we bij de omvang van overheidstekorten, het nemen van maatregelen om markten beter te laten werken en de sanering van balansen van banken, bedrijven of burgers. Kijk bijvoorbeeld naar het Franse begrotingstekort dat, ondanks de huidige positieve economische ontwikkeling en zeer lage rentes, nog meer dan drie procent bbp bedraagt. Of naar de 1.000 miljard euro aan achterstallige leningen die tien jaar na het begin van de crisis nog op de balansen van banken in het eurogebied staan, terwijl er is afgesproken om de bankbalansen op te schonen. De zeer lage rentes maken het voor Italiaanse banken gemakkelijk om *non-performing loans* door te rollen.

Ook vormt het huidige beleid een voedingsbodem voor zeepbellen. Langdurig lage nominale en reële rentes kunnen zeepbellen doen ontstaan in de markten voor overheidsobligaties, bedrijfsobligaties, aandelen en bijvoorbeeld bitcoins. En wat te denken van de Nederlandse huizenmarkt, waar prijzen al weer geruime tijd fors stijgen? Het is duidelijk dat de prijzen op deze markten door de ECB verstoord zijn.

**Marktverstoringen**

Een te ruim monetair beleid kan tot *boom/bust*-cycli leiden volgens de Oostenrijkse conjunctuurtheorie (Hayek, 1932;

Von Mises, 1912), omdat de te lage rente consumenten en investeerders stimuleert om hun bestedingen uit te breiden. Dat levert een sterk aantrekkende economische groei (*boom*) op. Maar die groei is niet houdbaar en gaat met verkeerde allocaties gepaard. Er wordt tijdens de boom meer productiecapaciteit opgebouwd dan nodig is om de voorgenomen toekomstige consumptie te leveren. Dat leidt dan tot een recessie (*bust*) en een oplopende werkloosheid.

In feite schakelt de te lage rente en de dominantie van de ECB in de financiële markt de marktwerking uit, en vertekent het de meting van economische grootheden. Marktpartijen zijn minder geïnteresseerd in de kredietwaardigheid van de partij die schuldtitels uitgeeft, en meer in de modaliteiten van het ECB-opkoopbeleid. De centrale bank bepaalt daarmee niet alleen de rentes op de geldmarkt, maar ook die op de kapitaalmarkt – die niet het domein van de centrale bank behoren te zijn.

Ook zorgt de zeer lage rente voor een vermindering van de productiviteitsgroei en dus economische groei. Door de zeer lage rente kan laagproductieve productiecapaciteit in stand blijven, wat de innovatie en de verschuiving van capaciteit naar productievare activiteiten remt. Daarmee draagt het beleid bij aan een relatief traag en beperkt herstel na de crisis.

De ECB is hierdoor van neutrale scheidsrechter die het spel zijn gang laat gaan, geworden tot een scheidsrechter die de wedstrijd dood fluit en het eindresultaat bepaalt. Wat betekent het Nederlandse overschot op de begroting precies bij een zo lage rente? Een twee tot drie procentpunt hogere rente zou in het huidige economische klimaat niet ondenkbaar zijn. En dan is dat overschot snel verdwenen.

**Geloofwaardigheid en onafhankelijkheid**

Naarmate het zeer ruime beleid langer volgehouden wordt, neemt in een omgeving van robuuste groei het risico toe dat de inflatie ineens gaat versnellen. Wij weten niet waar dat kantelpunt precies ligt, maar het is er wel. Kan de ECB tijdig en geloofwaardig bijsturen?

Tot die tijd boet de ECB aan geloofwaardigheid en onafhankelijkheid in. Aan geloofwaardigheid, omdat het huidige beleid er niet in slaagt het zelf-opgelegde inflatiedoel van twee procent te halen; er is een structurele onderschrijding. En aan onafhankelijkheid, omdat de ECB, naarmate zij langer een permanente invloed uitoefent op andere zaken dan waarvoor zij primair bestaat, steeds meer kritiek zal krijgen. Een goed voorbeeld hiervan is de kritiek vanuit de pensioenenbeleggers op de lage rentes. De neutraliteit van het geld is een voorwaarde voor de onafhankelijkheid van de centrale bank.

De risico's van het huidige beleid zijn groot, terwijl de kwaal relatief beperkt lijkt: een inflatie die een beetje lager is dan gewenst, zonder veel risico op beweging in de richting van deflatie. Is de ECB niet als een olifant door de porseleinkast aan het lopen?

**EVALUATIE NODIG**

De ECB is niet de enige centrale bank met een problematische strategie. In feite lopen alle centrale banken die zich op een inflatiedoelstelling fixeren hier tegenaan. En dat zijn ze vrijwel allemaal.

Het merkwaardige is wel dat de ECB, juist op het moment dat de problemen met die strategie zichtbaar begonnen te worden, als zo'n beetje de laatste centrale bank in de wereld die strategie is gaan volgen – en dan ook nog een hele precieze doelstelling is gaan gebruiken.

De ironie is dat de oorspronkelijke tweepijlerstrategie van de ECB beter voldoet aan de eisen voor beleid in een complex adaptief systeem. Er was geen *inflation target* en via de monetaire pijler werd er beoogd voorspelbaar bij te dragen aan het scheppen van voorwaarden voor prijsstabiliteit op de middellange termijn. Het lijkt ons verstandig dat de ECB terugkeert naar haar oorspronkelijke strategie.

De eerste stap daartoe is een fundamentele evaluatie van de strategie van inflation targeting. Het doel daarvan moet zijn om bescheidenheid en voorzichtigheid ('beroken geen schade') terug te brengen in de manier waarop monetair beleid wordt gevoerd. Het belang daarvan is groot, gelet op de knightiaanse onzekerheid waaronder centrale banken opereren.

Tot recent hebben belangrijke centrale banken, zoals de ECB en het Federal Reserve System, weinig tekenen getoond dat ze geneigd zijn tot zo'n evaluatie van hun beleidsstrategie. Wel is er een recent toenemende zorg bij leidende centrale bankiers zoals Janet Yellen dat de modellen die men gebruikt in het kader van inflation targeting niet meer werken (Giles, 2017).

Het is winst dat centrale bankiers zich zorgen beginnen te maken over hun beleid. Maar gevreesd worden dat ze de oplossing zoeken in het opnieuw specificeren van hun beleidsmodellen. Ze zoeken dan naar kennis over het inflatieproces en de economie, die er principieel niet is. Het antwoord kan niet komen van andere beleidsmodellen, maar alleen van een andere strategie.

Specifiek voor de ECB komt daarbij dat er in de toekomst geen beleid meer zou moeten worden gevoerd dat, wat betreft zijn economische betekenis, op gespannen voet staat met het beginsel van het verbod op monetaire financiering. Het beleid zou ten slotte de *no-bailout*-clausule het liefst moeten ondersteunen, in plaats van deze te ondermijnen. Kwantitatieve verruiming en outright monetary transactions zouden dus geen onderdeel van het reguliere beleidsinstrumentarium van de ECB horen te zijn.

## LITERATUUR

- Arthur, W.B. (2015) *Complexity and the economy*. Oxford: Oxford University Press.
- Barro, R.J. en D.B. Gordon (1983) Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 12(1), 101–121.
- Brakman, S., L.H. Hoogduin en H. Garretsen (2001) Overconfidence in monetary theory and monetary policy. In: E. Wester, G.H. Kuper en E. Sterken (red.) *Coordination and growth: essays in honour of Simon K. Kuipers*. Dordrecht: Kluwer, 164–178.
- Colander, D. en R. Kupers (2014) *Complexity and the art of public policy: solving society's problems from the bottom up*. Princeton: Princeton University Press.
- Diks, C. (2012) *Complexiteit en economie*. Oratie, Universiteit van Amsterdam. Bewerkte versie te vinden op [www.tpedigitaal.nl](http://www.tpedigitaal.nl).
- ECB (1998) *A stability oriented monetary policy strategy for the ESCB*. Persbericht te vinden op [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu).
- ECB (2003) *The ECB's monetary policy strategy*. Persbericht te vinden op [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu).
- Eijffinger, S.C.W. en J. de Haan (1996) *The political-economy of central-bank independence*. Princeton Special Papers in International Economics. Paper te vinden op [www.princeton.edu](http://www.princeton.edu).
- Friedman, M. (1960) *A program for monetary stability*. New York: Fordham University Press.
- Giles, C. (2017) Central bankers face a crisis of confidence as models fail. *The Financial Times*, 11 oktober.
- Haan, J. de, S.C.W. Eijffinger en S. Waller (2005) *The European Central Bank: credibility, transparency and centralization*. CESifo Book Series. Cambridge, MA: The MIT Press.
- Haan, J. de, en S.C.W. Eijffinger (2017) *Central bank independence under threat?* CEPR Policy Insight, 87. Document te vinden op [cepr.org](http://cepr.org).
- Hayek, F.A. (1932) *Prices and production*, 2nd edition, August M. Kelly, Publishers, New York.
- Hayek, F.A. (1937) Economics and knowledge. *Economica*, 4(13), 33–54.
- Hayek, F.A. (1945) The use of knowledge in society. *American Economic Review*, 35(4), 518–530.
- Hayek, F.A. (1967) The theory of complex phenomena. In: F.A. Hayek, *Studies in philosophy, politics and economics*. Chicago: The University of Chicago Press, 22–42.
- Hoogduin, L. (2014) *Omgaan met complexiteit en onzekerheid*. Oratie Rijksuniversiteit Groningen.
- Hoogduin, L. (2016) Complexity, modesty and economic policy. In: *New Approaches to Economic Challenges: Insights into Complexity And Policy*. Parijs: OESO, 11–12.
- Hoogduin, L. (2017) Complexiteit, onzekerheid en (macro-)economisch beleid. In: *Sturen in een verweven dynamiek*. Ministerie van Economische Zaken, 59–68. Brochure te vinden op [www.rijksoverheid.nl](http://www.rijksoverheid.nl).
- Knight, F. (1921) *Risk, uncertainty and profit*. Boston / New York: Mifflin.
- Mitchell, M. (2009) *Complexity: a guided tour*. New York: Oxford University Press.
- Mises, L. von (1912) *The theory of money and credit*. New York: Skyhorse Publishing [2013].
- Mises, L. von (1962) *The ultimate foundation of economic science*. Indianapolis: Liberty Fund.

## In het kort

- ▶ Verstandig beleid in een complex adaptief systeem is bescheiden en voorzichtig.
- ▶ Het beleid van de ECB getuigt sinds de crisis van hoogmoed en is zeer ingrijpend.
- ▶ Een fundamentele evaluatie van de gevoerde strategie na de crisis is noodzakelijk.