

Risikant om voor blijven vertrouwen

“The ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro” (Draghi, 2012). Met deze woorden wist de president van de Europese Centrale Bank tien jaar geleden de eurocrisis min of meer te bezweren. De financiële markten zagen het als signaal dat de centrale bank desnoods staatsobligaties zou opkopen om de rente erop te drukken. Dat nam de angst weg dat lidstaten noodgedwongen de muntunie zouden verlaten omdat ze niet meer aan hun schuldverplichtingen konden voldoen (Van der Kwaak, 2018). De ECB deed zo wat de lidstaten zelf niet lukte – hun diverse reddingspakketten waren immers telkens onvoldoende gebleken om de financiële markten gerust te stellen.

Het zou niet de laatste keer zijn dat de centrale bank de eurozone te hulp schoot. In het gevecht tegen de stagnatie binnen de eurozone kocht de centrale bank vanaf 2015 daadwerkelijk staatsobligaties op in de hoop om via lagere rentes de economische groei aan te jagen en de inflatie te verhogen. Eind 2018 was dit opkoopprogramma gegroeid tot een kwart van het bruto binnenlands product van de eurozone (Eser et al., 2019).

En de ECB was wederom de reddende engel toen aan het begin van de coronacrisis de kortlopende rente snel opliep, nadat de geldmarktfondsen zich – vanwege de sterk toegenomen vraag naar contant geld – massaal terugtrokken uit de markt voor kortlopende schulden (Bats et al., 2020). De centrale bank kocht grootscheeps kortlopende schulden van bedrijven op, zodat de liquiditeit toenam en de rente weer daalde. Zo smoorde de ECB ook de kans op een nieuwe staatsschuldencrisis in de kiem – het schuldenniveau van sommige lidstaten was immers onverminderd hoog (Lorié en Smid, 2020).

Dat de ECB de rente snel weer wist te drukken, was maar goed ook, want intussen vochten de lidstaten elkaar alweer de tent uit over de financiering van de coronacrisis zelf.

Leunen op centrale bank niet zonder risico

Zo heeft de centrale bank de afgelopen jaren dus een belangrijke rol gespeeld in het overeind houden van de Europese muntunie. Niels van Kemenade, Fons van Overbeek en Olaf Sleijpen bekritisieren dit ‘excessieve’ beroep op het monetaire beleid. Ze pleiten voor een evenwichtiger beleidsmix, waarin er bij de macro-economische stabilisatie ook oog is voor de rol die het begrotingsbeleid en de lonen kunnen spelen.

Het blijven leunen op de centrale bank voor de stabiliteit in de eurozone is bovendien risicovol omdat de inflatie sterk is gestegen. Dat beperkt de speelruimte van de centrale bank aanzienlijk.

Botsende belangen centrale bank

De ECB staat nu voor meerdere uitdagingen die met elkaar op gespannen voet staan. Ten eerste, de vraag hoe om te gaan met het expansieve monetaire beleid dat de bank gevoerd heeft. Om geen extra olie op het inflatievuur te gooien, heeft de bank per 1 juli het opkoopprogramma stopgezet.

De vervolgvraag is wat de ECB moet doen met de staatsobligaties op haar balans. Vanwege de inflatie ligt het voor de hand om de liquiditeit van banken te verminderen. Dat kan via verkoop van de obligaties, maar daarmee riskeert de centrale bank overheden in de problemen te brengen aangezien dit de renteverplichtingen

Forse renteverhoging in de eurozone is onverstandig

ANDRÉ KOLODZIEJAK

344

Drukken van rentespreads is pover alternatief voor goede begrotingsregels

BRAM GOOTJES EN JAKOB DE HAAN

347

De eurozone werkt slechter dan de dollarzone door de Noord-Zuid-verschillen

LÉVI KUIJPER EN CHRISTIAAN VAN DER KWAAK

350

Structurele verschillen tussen lidstaten vereisen meer gezamenlijk beleid

ENRICO PEROTTI EN OSCAR SOONS

354

Monetaire normalisering biedt kans om eurozone substantieel te versterken

WIM BOONSTRA EN BAS VAN GEFFEN

356

Pas gematigd monetarisme toe in de eurozone

NIELS VAN KEMENADE, FONS VAN OVERBEEK EN OLAF SLEIJPEN

360

Oekraïne-crisis verbetert het toekomstperspectief van de euro

TON NIJHUIS EN CEES ULLERSMA

362

Column: Bestrijd inflatie via prijsplafond en winstmeevallerbelasting

JENS VAN 'T KLOOSTER

365

stabiele euro te op centrale bank

zal doen oplopen. Wim Boonstra en Bas van Geffen stellen in deze *ESB* een alternatieve oplossing voor: houd de obligaties op de balans, en verklein de liquiditeit door banken te verplichten om hun reserves vast te leggen in langere deposito's die als ECB-effecten worden uitgegeven. Dit heeft als bijkomend gevolg dat er een gezamenlijk Europees schuld papier ontstaat dat onder meer de geldmarkt kan verstevigen.

Ten tweede is er de vraag in hoeverre de rente verhoogd moet worden om de inflatie te kunnen bestrijden. Op 21 juli heeft de ECB voor het eerst in ruim tien jaar een renteverhoging doorgevoerd, en voor september is er nog een stap aangekondigd. In deze *ESB* waarschuwt André Kolodziejek echter voor een verdere verhoging, zoals het Internationaal Monetair Fonds die aanbeveelt. Jens van 't Klooster draagt twee alternatieve instrumenten aan die overheden kunnen inzetten om de huidige inflatie te beperken.

En, tot slot, is er de vraag hoe om te gaan met de sinds de stopzetting van het opkoopprogramma oplopende renteversillen in de eurozone. De bank heeft daartoe het Transmission Protection Instrument aangekondigd, dat obligaties moet gaan opkopen in landen waarvan de financieringscondities verslechteren door een 'ongerechtvaardigde, wanordelijke marktdynamiek'. Het opkopen van staatsobligaties kan echter op gespannen voet komen te staan met het bestrijden van de inflatie.

Lidstaten aan zet

Nu de centrale bank tussen verschillende belangen zal moeten navigeren, is het de vraag of ze de muntunie ook in de toekomst uit de brand zal kunnen blijven houden. En het is allerm minst zeker dat de problemen in de eurozone verleden tijd zijn. Levi Kuiper en Christiaan van der Kwaak laten in deze *ESB* zien dat het monetair beleid van de ECB structureel minder goed aansluit op de behoeften van de zuidelijke landen, waardoor de eurozone als muntunie grotere onevenwichtigheden kent dan de dollarzone. Dat vergroot de kans op een schulden crisis.

Ter voorkoming van een nieuwe schulden crisis zijn de lidstaten aan zet, betogen Bram Gootjes en Jakob de Haan. Ze stellen dat de oplopende renteversillen

vragen om heldere regels die prudent begrotingsbeleid stimuleren en zorgen dat de schulden worden beperkt.

Oscar Soons en Enrico Perotti kijken eveneens naar de lidstaten, maar zoeken de oplossing in meer solidariteit. Ze wijzen erop dat de muntunie zorgt voor een concurrentieverschuiving van Zuid naar Noord, en stellen dat daar enige solidariteit van Noord met Zuid tegenover mag staan in de vorm van begrotings solidariteit of de uitgifte van gemeenschappelijke schuld.

Of de lidstaten bereid zijn om de afspraken binnen de muntunie aan te passen, zal vooral een kwestie worden van politieke wil. De individuele lidstaten zullen er offers voor moeten brengen, waartoe ze tot dusver onvoldoende bereid zijn geweest. Maar dat kan nu anders zijn, betogen Ton Nijhuis en Cees Ullersma. De Oekraïne crisis zorgt immers voor meer eenheid binnen Europa, waardoor ook de politieke steun voor de euro zal toenemen. Maar zien de lidstaten die noodzaak tot actie wel? Of blijven we in Europa vertrouwen op de magie van 'whatever it takes'?

Literatuur

Bats, J., T. Hudepohl en A. Petersen (2020) De coronacrisis laat zien dat de geldmarkt niet zonder haar fondsen werkt. *ESB*, 105(4792), 585–587.

Draghi, M. (2012) *Verbatim of the remarks made by Mario Draghi*. Presentatie op de Global Investment Conference. 26 juli, Londen. Te vinden op www.ecb.europa.eu.

Eser, F., W. Lemke, K. Nyholm et al. (2019) *Tracing the impact of the ECB's asset purchase programme on the yield curve*. ECB Working Paper, 2293.

Kwaak, C. van der (2018) Nederland moet kiezen tussen eurobonds of euro-exit. *ESB*, 103(4764), 344–347.

Lorié, J. en T. Smid (2020) Italiaans begrotingsbeleid is struisvogel politiek. *ESB*, 105(4784), 164–167.

ROBERT KLEINKNECHT

Hoofdredacteur

kleinknecht@economie.nl

