

Onder nul

De eurozone belandde in desinflatie en zelfs deflatie ondanks dat de Europese Centrale Bank (ECB) haar beleidsrente al jaren bij de ondergrens van nul heeft staan. De ECB heeft daarom begin dit jaar besloten tot kwantitatieve verruiming – onder Nederlands en Duits protest – teneinde deflatie te voorkomen.

Bij onderbesteding moet de reële rente dalen zodat huishoudens meer consumeren, dus minder sparen, en bedrijven meer gaan investeren. Zodoende verdwijnen vraagtekorten. Maar als prijzen en lonen star zijn, verlopen aanpassingen van de reële rente moeizaam. Onder normale omstandigheden bestrijdt de centrale bank daarom recessies door de kortlopende nominale rente te verlagen. Dat lukt alleen niet langer als die tot nul is gedaald: de liquiditeitsval. Als rentes negatief worden, zullen financiële partijen hun vermogen in geld aanhouden, want dat is een vermogenstitel met nul procent rente. Dat is natuurlijk onpraktisch en kostbaar: verzekering, transport, brandkasten, enzovoorts. De beleidsrente van de ECB kan daarom wel iets negatief worden, maar niet veel.

Zodra de nominale rentes nabij nul staan, kan alleen een hogere verwachte inflatie de reële rente verlagen en de bestedingen stimuleren. De prijzen van vandaag zullen daarom dalen als het monetaire beleid in de toekomst niet verandert en de prijzen morgen niet stijgen. Inflatie komt immers neer op hogere prijzen morgen dan vandaag. Lagere prijzen nu zijn economisch gevaarlijk. Door hoge (private) schulden kunnen prijsdalingen een fisheriaanse schuldeflatiespiraal in werking zetten. De reële waarde van schulden stijgt, wat de bestedingen remt en deflatoire druk verder versterkt. Als prijzen star zijn, daalt ook het nationale inkomen. We zien daarom een gevaarlijke combinatie van desinflatie en onderbesteding. Daarom begon Draghi, terecht, met kwantitatieve verruiming. Maar of het beleid werkt om de prijzen morgen te verhogen is onzeker.

Tijdelijke kwantitatieve verruiming werkt zeker niet, zoals de mislukte pogingen van Japan in 2000–2006 aantonen. Als de nominale rente op nul staat, dan zijn geld en kortlopende obligaties perfecte substituten. De ene vermogenstitel met nul rendement wordt dan door de centrale bank ingewisseld voor een andere vermogenstitel met nul rendement. Daarom heet deze situatie ook de ‘liquiditeitsval’: mensen zijn onverschillig voor nog meer liquiditeit.

Alleen een *permanente* monetaire verruiming werkt goed om inflatieverwachtingen aan te jagen. ECB-rentevoeten moeten dan in de toekomst veel langer veel lager worden gehouden. Volgens Krugman (1998) hebben centrale banken een geloofwaardigheidsprobleem: ze moeten zich committeren om onverantwoordelijk te zijn. Maar centrale banken zijn op aarde om inflatie te bestrijden. Als iedereen gelooft dat centrale banken in de toekomst alsnog monetair zullen verkrappen, nemen inflatieverwachtingen niet toe en werkt kwantitatieve verruiming niet.

Friedmans helikoptergeld werkt op zeker: geld uitstrooien over de



BAS JACOBS

Bijzonder hoogleraar aan de Erasmus Universiteit Rotterdam en voorzitter van de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde

publieke of private sector komt neer op permanente kwantitatieve verruiming. Maar dit is monetaire financiering en is verboden in de eurozone. Aangezien kwantitatieve verruiming niet altijd goed werkt, bepleiten economen als Summers en Krugman begrotingspolitiek. Ook dat werkt op zeker om de economie aan te jagen. Maar ook stimulerend begrotingsbeleid is onmogelijk vanwege de begrotingsnormen.

De Citi-economen Buitter en Rahbari stelden onlangs in een paper nog andere, technische oplossingen voor om aan de liquiditeitsval te ontsnappen. Bijvoorbeeld het belasten of zelfs afschaffen van munt- en briefgeld. Ook kan de vaste wisselkoers tussen geld en centrale bankreserves worden doorbroken. Al deze oplossingen kunnen werken, maar ik geloof dat geen van alle op afzienbare tijd zal worden doorgevoerd.

De meest eenvoudige oplossing voor de liquiditeitsval is niet monetair of budgettair, maar

fiscaal: een belasting op vermogen. Net als hogere inflatie vermindert een vermogensbelasting het reële rendement op obligaties. Het rendement op geldtegoeden wordt eveneens negatief. Er is geen enkele praktische belemmering om de vermogensbelasting zo hoog te zetten dat de netto, reële rente gegarandeerd negatief wordt. En het werkt als een trein, als ook negatieve vermogens worden belast. Dus: als mensen met een negatief vermogen een belastingteruggave krijgen. De fiscus kan mensen dwingen met hun belastingteruggave schulden af te lossen. Het is mij een raadsel waarom macro-economen geen enkele aandacht besteden aan de vermogensbelasting als oplossing voor de liquiditeitsval. Onconventioneel monetair beleid hoeft niet te worden gevoerd en begrotingstekorten worden niet groter maar kleiner. De vermogensbelasting kent echter één groot politiek obstakel: vermogenden zijn natuurlijk tegen.

Reinhart en Rogoff (2011) analyseerden 800 jaar financiële crises. Die lossen uiteindelijk alleen maar op door herverdeling van crediteuren naar debiteuren, van vermogenden naar schuldenaren. Of dat nu is via inflatie, devaluatie, wanbetaling of financiële repressie. Het is lastig om meer inflatie aan te wakkeren bij de nulgrens op de rente. En devaluatie is binnen het eurogebied niet mogelijk. Politici verzetten zich tegen wanbetaling en financiële repressie onder verwijzing naar schuld- en boete verhalen: bezuinig en hervorm! Dat politieke elites daarmee aan de leiband lopen van de crediteuren – de vermogenden – is de dieperliggende, politieke reden waarom we al die jaren in crisis hebben gezeten. Het trieste gevolg is een verloren decennium en een Europees continent dat inmiddels bol staat van politieke instabiliteit.

LITERATUUR

Krugman, P. (1998) *It's baaack: Japan's slump and the return of the liquidity trap*. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 137205.

Reinhart, C.M. en K.S. Rogoff (2009) *This time is different: eight centuries of financial folly*. Princeton: Princeton University Press.