

Europese Centrale Bank is verdwaald in economisch niemandsland

Sinds de uitbraak van de financiële crisis in 2008 heeft de Europese Centrale Bank (ECB) alles uit de kast gehaald om de instorting van de muntunie te voorkomen. De rente werd tot dichtbij of zelfs onder nul verlaagd, bankpresident Mario Draghi verklaarde zich bereid 'lender of last resort' te worden voor de Europese lidstaten, en de ECB kocht op grote schaal staatsschuld op. Was dat een goed idee?

IN HET KORT

- Het drastische ingrijpen van de ECB heeft op korte termijn de spanningen in de eurozone verminderd.
- Het onconventionele beleid heeft echter kiemen gelegd voor een nieuwe crisis.
- Het is de hoogste tijd voor de ECB om een pas op de plaats te maken en de monetaire teugels aan te trekken.

HANS HOOGERVORST

Voorzitter van de International Accounting Standards Board en oud-minister van Financiën en van Volksgezondheid

Deze bijdrage is, zoals alle bijdragen in ESB, op persoonlijke titel geschreven en houdt op geen enkele wijze verband met de huidige werkzaamheden van de auteur

De Europese Centrale Bank (ECB) heeft slechts één doelstelling: het bevorderen van prijsstabiliteit. Prijsstabiliteit wordt door de ECB gedefinieerd als 'een jaar-op-jaar toename van de Harmonised Index of Consumer Prices (HICP) inflatie van beneden maar dichtbij de twee procent'.

Waarom jaagt de ECB een jaarlijkse prijsstijging van 'dicht bij de twee procent' na? De belangrijkste reden is 'een adequate marge te bieden om de risico's van deflatie te verminderen' (ECB, 2019). De vrees is dat indien de prijsstijging (en daarmee de rente) te laag is, de centrale bank te weinig ruimte heeft voor monetaire stimulering. Kort gezegd betekent deze doelstelling dat de ECB, om in de toekomst de rente te kunnen verlagen, er nu al naar streeft dat zowel de prijsstijging als de rente niet te laag is.

In de hoop een voorraadje monetaire ammunitie voor de toekomst aan te kunnen leggen, wordt er nu al veel monetair kruit door de ECB verschoten. Alle onconventionele maatregelen van de ECB sinds 2008 zijn gerechtvaardigd met de doelstelling om te voorkomen dat de eurozone in een deflatoire spiraal terecht zou komen. De vrees was dat indien prijzen als gevolg van de crisis gingen dalen, consumenten hun aankopen zouden uitstellen – wat tot

een verdieping van de economische crisis zou leiden. De herinnering aan de Grote Depressie van de jaren dertig speelde hierbij een belangrijke rol, toen deflatie en daling van het bruto binnenlands product (bbp) met name in de Verenigde Staten hand in hand gingen.

Schadelijkheid van deflatie overdreven

Maar hoe geloofwaardig is deze redenering? Paul Volcker, de voormalige voorzitter van de Federal Reserve Bank, die in de jaren tachtig eigenhandig de inflatie in Amerika bedwong, zet een aantal forse kanttekeningen bij een inflatiedoelstelling van twee procent (Volcker, 2018). In zijn memoires stelt hij dat inflatie een zeer onprecies cijfer is dat zich niet laat micromanagen, zeker niet als de limiet tevens een doelstelling is. Bovendien merkt hij fijntjes op dat een jaarlijkse prijsstijging van twee procent binnen iets meer dan een generatie tot een halvering van de waarde van een munt leidt.

Ten tweede is het de vraag hoe erg zo'n milde deflatie nu eigenlijk is. In de tijd dat de prijs van computers jaarlijks met tien tot twintig procent daalde, was dat voor de meeste consumenten geen reden om de aankoop van een nieuwe laptop uit te stellen. Het is dan ook niet erg aannemelijk dat een milde prijsdaling tot een massale consumptiestop zou leiden. Omdat bij dalende prijzen de koopkracht omhoog gaat, kan een milde deflatie juist tot een stijging van bestedingen leiden.

De economen van de Bank for International Settlements (BIS, de centrale bank van de centrale banken) zijn er evenmin van overtuigd dat deflatie per se een slecht resultaat heeft. Op grond van een analyse van deflatie-episodes, over een periode van 140 jaar in 38 landen, concluderen zij dat er geen structureel verband is tussen deflatie en aanhoudende recessies (Borio et al., 2015). Zij concluderen dat de Grote Depressie in de Verenigde Staten wat dat betreft atypisch was.

Ten derde heeft, na het uitbreken van de crisis in 2008, de eurozone slechts twee kwartalen van zeer milde deflatie gekend. Een van die episodes vond plaats voor het begin van het onconventionele beleid in 2014, zonder dat dit dramatische gevolgen had. Maar zelfs nu het gevaar van deflatie definitief geweken lijkt te zijn (Eijffinger en Hoogduin, 2017), blijft de ECB zich zorgen maken. In het verslag van de ECB-bestuursvergadering van april 2019 wordt de in maart genoteerde inflatie van 1,4 procent 'ongemakke-

lijk laag' genoemd. Waarom zou een centrale bank wakker moeten liggen van een inflatie van 1,4 procent, ook als het gewenste niveau 1,8 procent is?

Garantstelling voor staatschuld

Al met al doet de legitimering van het onconventionele beleid middels het deflatiegevaar geforceerd aan. Andere overwegingen speelden dan ook een zeer belangrijke rol. Het werkelijke probleem in Europa was niet het deflatiegevaar, maar de zorgen over de houdbaarheid van de staatschulden van een aantal eurozonelanden. Toen met name de Italiaanse staatsschuld in 2012 onhoudbaar dreigde te worden, kwam ECB-voorzitter Mario Draghi met zijn befaamde *'whatever it takes'*-uitspraken, die door de markten terecht werden uitgelegd als een garantstelling van de Italiaanse staatsschuld door de ECB.

Een directe garantstelling van staatsschuld door de ECB zou een schending betekenen van de *no-bail-out*-clausule van het Verdrag van Maastricht. Daarom werd er in september 2012 een monetaire rechtvaardiging verbonden aan de mogelijke opkoop van staatsschuld door de ECB. De redenering was dat de, volgens de ECB, 'ongefundeerde' (sic) zorgen van investeerders over het mogelijk uiteenvallen van de eurozone het voor de ECB onmogelijk maakte om de voordelen van haar lagerentebeleid door te geven aan landen met hoge staatsschulden. Als gevolg daarvan zou in die landen de prijsstabiliteit in gevaar kunnen komen, waarmee bedoeld werd dat de inflatie als gevolg van de hoge rente te laag zou zijn. Dus om de inflatie in de zuidelijke lidstaten te kunnen verhogen, verklaarde de ECB zich bereid om onder voorwaarden hun staatsschuld te garanderen.

Het verwrongen karakter van deze redenering werd onderstreept door de titel die aan dit beleid werd gegeven. Het mogelijk opkopen van staatsschuld duidt de ECB (2012) aan als *Outright Monetary Transactions*, hoewel deze 'onmiskkenbaar monetaire transacties' de facto bedoeld waren als transacties met een onmiskkenbaar budgettair karakter.

Om het gevaar van *moral hazard* te beperken, werd er de voorwaarde van een strikt budgettair saneringsbeleid aan de 'Outright Monetary Transactions'-faciliteit verbonden. Of deze conditionaliteit effectief zou zijn geweest, zullen we nooit weten want in 2014/5 werden de Outright Monetary Transactions volledig ingehaald door de latere ECB-beslissing om op grote schaal staatsschuld op te kopen in het kader van de zogeheten *quantitative easing*. Omdat deze opkoop van staatsschuld zonder enige vorm van conditionaliteit plaatsvond, heeft geen enkele lidstaat een beroep hoeven te doen op de Outright Monetary Transactions.

Deze quantitative easing werd wederom gerechtvaardigd door het oogmerk om de inflatie aan te wakkeren. Maar het neveneffect dat hierdoor de volatiele markt van staatsobligaties in de eurozone werd gekalmeerd, was in de ogen van de ECB op zijn minst een gunstige bijkomstigheid. Zeker is dat de ECB zich zeer diep heeft ingegraven in de markt voor staatsobligaties, veel meer dan ten tijde van de ondertekening van het Verdrag van Maastricht voor mogelijk werd gehouden (in ieder geval door Nederland).

Ook als wordt erkend dat de ECB niet erg recht in de leer is geweest, kan er worden beargumenteerd dat nood nu eenmaal wet breekt. Bovendien is het een feit dat de ECB tijdens het dieptepunt van de financiële crisis een van de weinige Europese instituties was die doorzettingskracht heeft kunnen tonen. De noodgrepen van de ECB hebben in ieder geval op korte termijn een mogelijk uiteenvallen – met zeer kostbare consequenties – van de muntunie voorkomen. Bovendien kan worden opgeworpen dat het ECB-beleid bepaald niet uniek was en min of meer kopieerde wat de centrale banken van Amerika, Japan en het Verenigd Koninkrijk hadden gedaan.

Kiemen voor een nieuwe crisis

Erkenning van deze feiten neemt niet weg dat het onconventionele monetaire beleid (van zowel de ECB als haar niet-Europese collega's) forse problemen voor de toekomst heeft gecreëerd, zoals enorme nieuwe schulden, moreel gevaar en verstoring van het marktmechanisme.

Nieuwe recordschulden

Wie de periodes voor en na de financiële crisis met elkaar vergelijkt, ziet opmerkelijke parallellen. In de twee decennia voorafgaand aan 2008 werd in Amerika elke economische tegenslag door de FED met een verlaging van de rente te lijf gegaan. Vervolgens werd de rente langzaam – en niet tot het oorspronkelijke niveau – verhoogd, om bij de volgende tegenslag weer snel te worden verlaagd. Door deze *Greenspan Put* raakten de markten er steeds meer van overtuigd dat de centrale bank alle excessen zou 'oplossen' met verruimende maatregelen (White, 2016). Andere centrale banken – waaronder de ECB – werden in het kielzog van dit asymmetrische monetaire beleid van de dominante FED meegezogen.

Het onconventionele monetaire beleid heeft forse problemen voor de toekomst gecreëerd

Na de financiële crisis werd algemeen aanvaard dat dit ruime monetaire beleid heeft bijgedragen aan overspannen activamarkten, ongewenste risicotolerantie, excessieve kredietverruiming, en schuldopbouw binnen en buiten de financiële sector. Maar de angst voor een herhaling van de Grote Depressie was zo groot dat na 2008 de Greenspan Put de facto in versterkte mate werd voortgezet.

In dit licht is het niet verrassend dat een aantal van de onevenwichtigheden die zich vóór 2008 voordeden, zich na het uitbreken van de kredietcrisis versterkt doorzetten. Ten eerste ging de schuldaanwas die door het accommoderende monetaire beleid was uitgelokt onverdroten verder. In 2007 bedroeg het totaal aan schuld van de overheden,

bedrijven, consumenten en financiële instellingen niet minder 269 procent van de totale wereldeconomie. Dat was toen al een historisch record.

Hoewel als reactie op de kredietcrisis de kapitalisering van het bankwezen werd opgeschroefd, werd deze verbetering meer dan tenietgedaan door een zeer snelle groei van de schuld van overheden en het bedrijfsleven. Eind 2018 bedroeg de totale schuldenlast van de wereldeconomie 318 procent van het wereld-bbp – een nieuw historisch record (IIF, 2019). Om die reden noemde voormalig ECB-president Jean-Claude Trichet het onlangs “alarmeerd dat we na de crisis gewoon zijn doorgegaan met meer schulden maken. (...) We zijn kwetsbaarder dan ooit.” (FD, 2019)

Moreel gevaar

Een van de doelstellingen van quantitative easing was om investeerders aan te sporen te beleggen in meer risicovolle beleggingen. In die opzet zijn de centrale banken inmiddels meer dan geslaagd. De enorme groei van de *leveraged loan*-markt, vaak met zeer lichte kredietvoorwaarden, is een toenemende bron van zorg.

Nederlandse pensioenfondsen betalen indirect voor het in stand houden van hoge Europese staatsschulden

Binnen de eurozone is het moral hazard van het onconventionele monetaire beleid duidelijk zichtbaar. Het feit dat binnen de eurozone de opkoop van staatsobligaties zonder enige vorm van conditionaliteit heeft plaatsgevonden, heeft er waarschijnlijk toe bijgedragen dat het hervormingsproces in Italië eerst is gestopt en er nu zelfs weer budgettaire expansie plaatsvindt. Ondanks een onhoudbaar niveau van meer dan 130 procent bbp blijft de risico-opslag op de Italiaanse staatsschuld beperkt. Verhoging van pensioenen en de introductie van een basisinkomen blijven onbestraft, zolang de financiële markten ervan overtuigd blijven dat de ECB als *buyer of last resort* beschikbaar blijft. In zekere mate heeft de ECB de riskante situatie in Italië aan haar eigen toegeeflijkheid te wijten.

Verstoring marktmechanisme

Een verder nadeel van de lage rentestand is dat het de markten voor financiële activa en onroerend goed op kunstmatige wijze opstuwt. Een blik op de Nederlandse woningmarkt laat zien dat er aan inflatie van huizenprijzen geen gebrek is. Een van de lessen van de financiële crisis was dat centrale banken zich niet blind moesten staren op de lage inflatie, maar ook oog moesten hebben voor de risico's van overspannen activamarkten. Hoewel de combinatie van overspannen activamarkten met ruime kredietverlening de basis is van bijna alle bankcrises, wordt dit risico in het

huidige monetaire beleid doelbewust geaccepteerd om op korte termijn de economische groei te stimuleren.

Een voor Nederland specifiek probleem is dat de lage rentestand de dekkinggraad van de pensioenfondsen fors onder druk zet. Ondanks de forse koersstijgingen van de aandelenmarkten in de laatste tien jaar, begint de lage rente nu echt te bijten. De pensioenfondsen investeren een groeiend aandeel van hun beleggingen in activa met een negatief reëel rendement. Mocht in toekomst de rente weer oplopen dan zullen de toekomstige verplichtingen weliswaar dalen, maar mogen er ook forse correcties in de bestaande aandelen- en obligatieportefeuilles worden verwacht. Indirect betalen de Nederlandse pensioenfondsen mee aan het in de lucht houden van hoge Europese staatsschulden. Aangezien binnen de eurozone alleen Nederland een op kapitaaldekking gebaseerd pensioenstelsel heeft, heeft Europa weinig oog voor dit belangrijke nadeel van het lagerentebeleid. Het is opmerkelijk hoe lijdzaam deze problematiek door de Nederlandse politiek wordt geaccepteerd.

Geloofwaardigheid monetair beleid

Natuurlijk worden de bovengenoemde risico's van het onconventionele monetaire beleid ook door de centrale bankiers zelf signaleerd. Klaas Knot spreekt er wel vaker over, zie bijvoorbeeld Knot (2013). De manier varieert waarop er met dit onbehagen wordt omgegaan.

Een in het oog springende verdedigingslinie is dat de lage rentestand niet primair door de centrale banken zelf wordt veroorzaakt, maar door zogenaamde *secular trends* die tot gevolg zouden hebben dat het evenwichtsniveau van de rentestand omlaag wordt gedrukt. Hierbij wordt er gewezen op de vergrijzing, een structurele verlaging van de productiviteitsgroei en de groeiende economische ongelijkheid. Volgens president Mark Carney van de Bank of England hebben de centrale banken hooguit een bijrol vervuld: “The Bank of England has long stressed that central bank policies are not the cause of low rates, but responses to them. We are actors in a play written by others.” (Carney, 2016)

Hoewel deze redenering breed gedragen wordt onder centrale bankiers, zijn het alweer de economen van de BIS die niet overtuigd zijn. Op grond van een kwantitatieve analyse die teruggaat tot het einde van de negentiende eeuw, komen zij tot de conclusie dat het beleid van de centrale banken een sterk bepalende factor is voor het niveau van de reële rente (Borio et al., 2017). Op zichzelf duidt het feit dat de mondiale schuldenlast tot recordhoogte is gestegen er al op dat de rentestand ver beneden het evenwichtsniveau is gezakt. Ook is duidelijk dat een te lage rentestand juist lage productiviteitsgroei in de hand werkt door zombie-bedrijven te lang in de lucht te houden.

Het is bijzonder dat veel centrale banken hun verantwoordelijkheid voor de lage rente pogen te minimaliseren, terwijl al hun beleid erop gericht is geweest om een zo accommoderend mogelijk monetaire omgeving te scheppen. Al meer dan twintig jaar weten de financiële markten niets beters dan dat elk economisch probleem – of het nu de internetbubbel, de schulden crisis of Brexit is – te beantwoorden met monetaire verruiming. Veel beleggers hebben nog nooit een krap monetair beleid meegemaakt.

De weg vooruit

Ruim tien jaar na de crisis bevinden de centrale banken zich diep in een economisch terra incognita, waarin *tail-risks* op de loer liggen die niemand kan voorspellen. De ECB is zo diep verdwaald in economisch niemandsland dat het de vraag is of zij de weg terug naar conventioneel beleid zal kunnen vinden. De wereldeconomie is doordrenkt van schuld en elke renteverhoging leidt tot verhoogde insolventierisico's van private partijen en overheden. De obligatie- en aandelenmarkten zijn zo geconditioneerd door jarenlange monetaire accommodatie dat bijna elke renteverhoging forse reacties uitlokt.

De Amerikaanse centrale bank is het verst gevorderd in de normalisering van het monetaire beleid, maar heeft nu al een pauze ingelast, hoewel de werkloosheid een laagterecord heeft bereikt. De ECB maakt keer op keer duidelijk dat het nog zeer lang zal duren voordat ze de tijd rijp acht voor monetaire verkrapping. Geen wonder dat de financiële markten nauwelijks lijken te geloven dat de weg naar monetaire normalisering overtuigend zal worden ingezet.

Bij een nieuwe economische neergang is de kans groot dat het monetaire beleid nog extremer zal worden. De ruimte voor budgettaire stimulering is in de meeste landen door hoge staatsschulden gering, en er zal veel druk op de centrale banken komen om nog een tandje bij te zetten. De centrale banken zijn inmiddels zo'n belangrijk onderdeel van het budgettaire systeem geworden dat de verleiding om voor die druk te bezwijken groot zal zijn. Herstructurering van staatsschuld zal tot zware verliezen van de centrale banken leiden, en men zal er alles aan doen om dit te vermijden.

In dit licht is het urgent dat de ECB zich op haar beleid bezint. Het is de vraag of het micromanagen van inflatie tot een niveau van 1,8 à 1,9 procent überhaupt mogelijk is. De legitimering van haar beleid komt bovendien steeds verwrongener over. De massale opkoop van staatsschuld is in strijd met de geest van het Verdrag van Maastricht, en de risico's van moral hazard liggen hoog opgetast, zowel in de private als in de publieke sector.

Het minste wat er moet gebeuren is dat het ECB-beleid in een minder vrijblijvende context wordt ingebed. Zo zouden er aan het doorrollen van de door de ECB opgekochte staatsschuld voorwaarden van structurele hervormingen kunnen worden verbonden in landen waarvan de staatsschuld onhoudbaar groot is. De ECB zegt voortdurend – en terecht – dat ze met monetair beleid de economische groei niet duurzaam kan verhogen, en dat het aan de politiek is om met economische structuurverbetering het groeivermogen van de eurozone te verhogen. Maar in veel landen zal de politiek dit alleen doen als het echt moet. Zolang de ECB klaarstaat met onvoorwaardelijke steun zal dat waarschijnlijk niet gebeuren. De operatie om de euro te redden moge zijn geslaagd, maar veel onderliggende problemen zijn niet opgelost. De risico's zijn enorm dat de patiënt alsnog zal overlijden.

Literatuur

- Borio, C., M. Erdem, A. Filardo en B. Hofmann (2015) The costs of deflations: a historical perspective. *BIS Quarterly Review*, maart, 31–54.
- Borio, C., P. Disyatat, M. Juselius en P. Rungcharoenkitkul (2017) *Why so low for so long? A long-term view of real interest rates*. BIS Working Paper, 685.
- Carney, M. (2016) *Resolving the climate paradox*. Arthur Burns Memorial Lecture. 22 september, Berlijn.
- ECB (2012) Editorial. *Monthly Bulletin*, oktober, 5–9.
- ECB (2019) *The definition of price stability*. Publicatie te vinden op www.ecb.europa.eu.
- Eijffinger, S. en L. Hoogduin (2017) Fundamentele evaluatie van de ECB-strategie is noodzakelijk, *ESB*, 102(4755), 514–507.
- FD (2019) Financieel systeem is misschien wel kwetsbaarder dan ooit. Interview met Jean-Claude Trichet. *Het Financieele Dagblad*, 2 mei.
- IIF (2019) *Global Debt Monitor: devil in the details*. Institute of International Finance, 15 januari. Te vinden op www.iif.com.
- Knot, K. (2013) *Central bank independence and unconventional monetary policy: challenges for the ECB*. Presentatie op conferentie van de Banco de México. 15 oktober, Mexico City.
- Volcker, P. (2018) *Keeping at it: the quest for sound money and good government*. New York: Public Affairs.
- White, W.R. (2016) *Ultra-easy money: digging the hole deeper?* Adam Smith Prize Lecture, National Association of Business Economists. 11 september, Atlanta (GA).