

Duitsland een havik? 'De kampen gaan verschuiven'

De Europese Centrale Bank schuift steeds meer op richting monetaire financiering. In het verzet daartegen is de steun van Duitsland niet langer vanzelfsprekend, zegt econoom Casper de Vries.

Cv

Casper de Vries is hoogleraar monetaire economie en bekleedt de Witteveen-leerstoel aan de Erasmus universiteit.

Deze leerstoel is vernoemd naar wijlen oud-IMF-topman Johan Witteveen, en is gericht op onderzoek naar macro-economische en monetaire risico's.

Sinds 2015 is De Vries ook raadslid bij de Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid.

De Europese Centrale Bank trekt steeds meer macht naar zich toe om de zwakke eurolanden uit de wind te houden, waarschuwt Casper de Vries, hoogleraar monetaire economie aan de Erasmus Universiteit. Nederland is kritisch op dit punt, maar komt volgens hem meer alleen te staan: 'Je hebt kans dat Duitsland een monetair duifje wordt ergens in de komende twintig jaar.'

Het FD spreekt de Vries op zijn Rotterdamse werkkamer, aan de vooravond van het nieuwe academische jaar. Hij is bezorgd over het Transmissie Protectie Mechanisme (TPI) dat de ECB op 21 juli lanceerde, bedoeld om oplopende renteverschillen binnen de eurozone te dempen. Een ogenschijnlijk technisch instrument, maar volgens de econoom een principieel verkeerde keuze.

Wat is er zo kwalijk aan het dat nieuwe instrument?

'De ECB kan Italiaanse staatsobligaties gaan opkopen als naar zijn mening het transmissiemechanisme gemankeerd is geraakt. Maar hoe en wanneer rentebesluiten van de centrale bank doorwerken in de marktrentes, de transmissie, weten we niet goed. De ECB kan bij oplopende renteverschillen dus oncontroleerbaar stellen dat het ligt aan de overbrenging van het monetaire beleid, en niet aan het land. Eigenlijk is het beter dat de rente in Italië wat sterker oploopt, want dan worden ze in Rome misschien voorzichtiger met het aangaan van nieuwe schuld. Zachte heelmeesters maken stinkende wonden.'

De ECB stelt toch voorwaarden aan het gebruik van het TPI?

'Ja. Maar zolang Brussel niet zegt dat een land een te groot begrotingstekort heeft, dat de staatsschuld onhoudbaar is of er een onverstandig macro-economisch beleid wordt gevoerd, kan de ECB eindeloos gebruikmaken van dit instrument. En dat dat zullen ze nooit gaan zeggen, want dan breekt de hel los. In Frankfurt kunnen ze dus hun gang gaan, want niemand kan vaststellen of het transmissiemechanisme kapot is. Bij een auto kan dat wel, bij monetair beleid is dat bijna niet vast te stellen.'

U bepleit een grotere rol voor het ESM, het Europese noodfonds voor landen die in de problemen komen.

'Het ESM kan een kredietlijn bieden, die wordt aangesproken zodra dat nodig is: de precautionary conditional credit line. Grote bedrijven hebben hetzelfde bij hun bank. Wordt er geleend, dan moet een land aan dezelfde criteria voldoen als bij de TPI. Dit instrument bestond al. En dus is mijn vraag: waarom moet de ECB zich ermee bemoeien? Frankfurt begeeft zich op nationaal budgettair terrein en eigent zich meer beleidsvrijheid toe dan het ESM heeft. De ECB kan straks gewoon zeggen: de transmissie werkt niet goed in Italië, dus wij kopen extra Italiaanse staatsobligaties op. De Nederlandsche Bank gaat toch ook niet zeggen: dit of dat bedrijf heeft wel een hele hoge schuld, maar goed, als ze geld nodig hebben, dan houden wij de rente laag.'

'Dat je een centrale bank op afstand zet van de politiek, is heel goed. Maar als je het zo dichttimmert, dan geef je de ECB ongebreidelde ruimte, terwijl de democratische controle nul is en het Europese Hof van Justitie hardop zegt dat ze monetair beleid te technisch vindt om er een oordeel over te vellen.'

Waarom blijft het ESM volgens u buitenspel?

'Tot nu toe heeft niemand uit eigen beweging bij het ESM aangeklopt. Wat die kredietlijn betreft: als je die aanvraagt dan geef je toch aan dat je denkt het wel eens nodig te kunnen hebben. Dat is dus gezichtsverlies. Als je niet leent bij het noodfonds, maar de ECB op eigen houtje de rente in toom houdt... dan ligt het niet aan Italië maar moet de markt gecorrigeerd worden. Een heerlijk doekje voor het bloeden.'

'Zou Italië wel bij het ESM moeten lenen, dan gaat daar veel meer disciplinerende werking vanuit. Italië heeft dan schuld bij het ESM, net als bedrijf bij een bank. Het noodfonds heeft geld klaarliggen, bij grote bedragen zouden ze zelf ook weer naar de markt moeten. Nu is het voor Italië makkelijker om te zwijgen. Je geeft daarmee ruimte aan de populisten die hun kiezers van alles beloven. Die kunnen zich dan een groter begrotingstekort permitteren en zich nergens aan storen. De ECB lapt wel. Uiteindelijk ga je zo richting monetaire financiering (het financieren van overheidstekorten door de centrale bank, red.). Dat is verboden in de Europese verdragen, en de geschiedenis staat vol voorbeelden hoe dat tot een hoge inflatie heeft geleid.'

Duitsland zou monetaire financiering toch nooit toestaan?

'Nederland neemt een heel speciale positie in. Het is het enige euroland dat substantieel heeft gespaard voor de pensioenen. Duitsland niet. Daar moeten de huidige werkenden de bulk van de huidige gepensioneerden betalen: het omslagstelsel. Hoe gaan de Duitsers die pensioenen betalen als het aantal werkenden krimpt en het grijze deel groter wordt? Ze kunnen de belasting verhogen, de ouderen minder betalen, of gewoon meer geld lenen. Wie gaat die extra schuld opkopen? De ECB. Dus je hebt kans dat Duitsland een monetair duifje wordt ergens in de komende twintig jaar.'

'Dit gaat op termijn echt een heel grote rol spelen. Er is een kans dat de kampen gaan verschuiven. In Duitsland is er door de hyperinflatie in de jaren 20 heel veel weerstand tegen monetaire financiering. Maar extra schuld is een manier is om in ieder geval gedeeltelijk tegemoet te komen aan het feit dat ze niet hebben gespaard. Dat gaat ons ook raken.'

Hoe kunnen we Italië helpen zonder de ECB al het werk te laten doen?

'In 1982 hadden we in Nederland het akkoord van Wassenaar, waarin loonmatiging werd afgesproken. Nu hebben we een heel krappe arbeidsmarkt en zouden we de lonen sterker kunnen laten stijgen. We worden dan duurder, waardoor de concurrentiepositie van Italië erop vooruitgaat en wij meer kunnen consumeren. In Italië is nog steeds 10% van de arbeidsbevolking werkloos.'

'Zo'n stap is in feite een revaluatie van Nederland binnen de euro, maar het vereist meer politieke moed en sociale cohesie om dit voor elkaar te boksen dan de wisselkoersaanpassingen zoals we die vroeger zagen. Het debat over de het beleid in de eurozone moet worden aangezwengeld, maar we moeten de zaken wel evenwichtig blijven benaderen en ook de punten van Italië zien.'

Het beleid van de ECB is al jaren zeer ruim. Hoe draaien we die klok terug nu de inflatie oploopt?

'De huidige hoge inflatie komt echt door de energieprijzen en daar kan een monetaire autoriteit helemaal niets aan doen. Maar ook zonder die energieprijzen ligt de inflatie fors boven de doelstelling.'

'Dus we moeten wel iets doen. Maar een shocktherapie is in Europa niet slim. Verkoopt de ECB morgen alle staatschulden die op de balans staan, dan schiet de rente door het dak. Dus dat neemt in ieder geval de tijd die je hebt genomen om die posities op te bouwen.'

'In de macro-economie moet je altijd de weg der geleidelijkheid bewandelen. De grote vraag is echter: waarom begon de ECB in 2015 met grootschalige opkopen, terwijl de economie door de destijds dalende olieprijs al begon te groeien?'