

Ziet ECB het goed of verkeerd? Economen zijn verdeeld

Vier vooraanstaande economisch denkers beschouwen de voor- en nadelen van de lage of zelfs negatieve rente

Giel ten Bosch en Marcel de Boer
Amsterdam

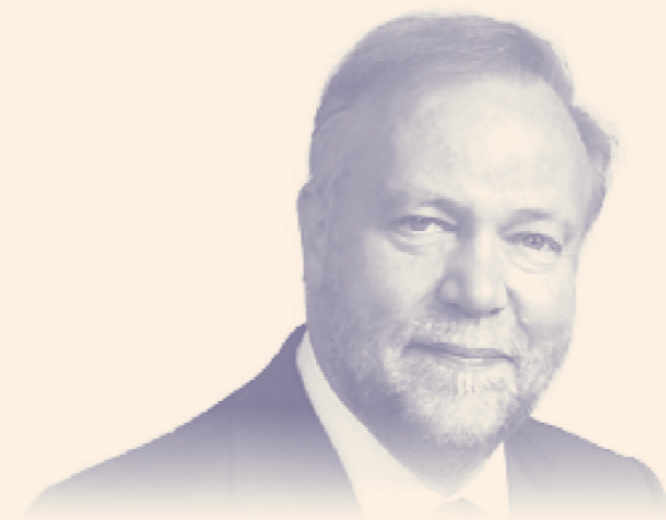


Bas Jacobs

Hoogleraar economie aan de Erasmus Universiteit Rotterdam

“

‘Er is deflatie in de eurozone, dus er is alle reden voor meer onconventioneel monetair beleid’



Han de Jong

Hoofdeconoom ABN Amro

“

‘Ik zie niet hoe negatieve rente tot zeepbellen kan leiden in de financiële markten’



Allard Bruinshoofd

Hoofd internationaal onderzoek Rabobank

“

‘Kwantitatieve verruiming is al uitgewerkt; nu beginnen de bijwerkingen pijn te doen’



Lex Hoogduin

Hoogleraar economie aan de Rijksuniversiteit Groningen

“

‘Als een euro thuis meer waard is dan op de bank, komt de integriteit van geld in het geding’

Er is alle reden voor meer onconventioneel monetair beleid. De eurozone kampt met deflatie, en ook de kerninflatie daalt. De schulden zijn hoog en in zo'n geval is deflatie gevaarlijk, want de waarde van schulden stijgt, waardoor de bestedingen dalen. Lage inflatie kan bovendien huishoudens aansporen om hun bestedingen uit te stellen. We hebben een negatieve reële rente nodig om te zorgen dat het spaaroverschot verdwijnt en we weer volledige bezetting en werkgelegenheid bereiken.

Kwantitatieve verruiming, dus geld in de economie pompen, kan niet effectief zijn zolang de ECB zich aan haar mandaat houdt. Het monetair beleid wordt pas effectief als de staatsschuld wordt gemonetariseerd, dus als de obligaties die worden gekocht in de toekomst niet weer worden teruggekocht, maar door de papiervernietiger worden gehaald. Dat is helikoptergeld. Dan neemt de inflatie op zeker toe, waardoor de reële rente daalt,

schulden verminderen en de consumptie, investeringen en exporten toenemen. Maar nu vervangt de ECB slechts de ene vermogenstitel met nul rente — obligaties — door een andere vermogenstitel met nul rente — geld.

Het verder negatief maken van de nominale rente helpt ook nauwelijks zolang de ECB niet monetair mag financieren. De inflatie zal dan niet toenemen. Daarnaast kan de nominale rente niet ver onder nul zakken. Als dat gebeurt, zullen mensen hun geld in cash aanhouden, in plaats van op bankrekeningen of in obligaties. Bovendien zien we instabiliteit in de financiële markten door lage rentes. Alleen als ruimer monetair beleid leidt tot hogere inflatie, dan wordt de reële rente negatief, en krijgt de economie een monetair stimulans.’

De ECB moet de obligaties die ze opkoopt niet terugkopen, maar vernietigen

Er is een stroming onder economen die de negatieve rente gevaarlijk vindt en die waarschuwt voor zeepbellen die ontstaan in financiële markten. Ik zie ze niet. Kijk, er is ergens een evenwichtsrente waar er sprake is van volledige werkgelegenheid. Maar door de crisis ligt die rente lager en daardoor moet de feitelijke rente dus ook lager liggen. Verder zie ik dat de inflatieverwachting heel laag is. Lange tijd daalde die verwachting met de olieprijs, maar de laatste weken werd de olie iets duurder en ging de inflatieverwachting niet mee omhoog. Dat is zorgelijk.

De Europese Centrale Bank moet iets doen. Wij bij ABN gaan uit van een verlaging van de depositorente van nog eens 20 basispunten en een uitbreiding van het opkoopprogramma. Maar bij het verlagen van de rente moet wel rekening gehouden worden met de negatieve effecten die dat voor banken kan hebben. En verder is het natuurlijk duidelijk dat overheden nu

eens serieus werk moeten gaan maken van het hervormen van hun economie. De centrale bank kan dit niet alleen oplossen.

En hoe ver de rente negatief kan zijn, tja, dat is lastig te zeggen. Er komt een moment dat particulieren hun geld van de bank halen als ze voor hun spaargeld moeten betalen. Maar voorlopig is dat niet het geval en ook juridisch zitten er nogal wat haken en ogen aan. Ik heb er wel eens een berekening op los gelaten en kwam toen uit op -1,5%. Daaronder kiezen mensen er voor om hun geld zelf op te slaan. En dat is de rente die de bank aan de particulier rekent. De depositorente die de centrale bank aan de banken in rekening brengt, is dan nog een stuk hoger.’

Het is tijd dat overheden werk gaan maken van hervorming van hun economie

De patiënt is resistent geworden voor het medicijn en de bijwerkingen beginnen te veel pijn te doen. De magie van centrale banken is uitgewerkt. De lage rentes ondermijnen het verdienmodel van banken en verzekeraars en hebben een vernietigende werking op de dekkingsgraden van onze pensioenfondsen. Ook vergroten ze de neiging bij gezinnen om eerder meer dan minder te sparen, het omgekeerde van wat beoogd wordt. Het is daarom hoog tijd om het monetair beleid fundamenteel te herijken. We moeten het probleem bij de wortel aanpakken.

Daartoe is een shocktherapie nodig, waarbij de rente verhoogd moet worden en de monetair verruiming stopgezet. Dat kan natuurlijk niet zomaar. De centrale banken in de wereld zullen het gecoördineerd en gelijktijdig moeten doen om al te heftige wisselkoersschommelingen te voorkomen. Ook is flankerend begrotingsbeleid

nodig om de schok te temperen die ongetwijfeld op de financiële markten ontstaat. Met een directe bestedingsimpuls kan de overheid de groei aanzwengelen en als dat deels gefinancierd wordt met een stapsgewijze verhoging van de btw of accijnzen op energie, worden er ook direct inflatieverwachtingen gecreëerd. Let wel, wij hebben niet de illusie dat de Grote Herijking spoedig zal plaatsvinden en verwachten dat de ECB komende week de depositorente wel degelijk wat verder verlaagt. Maar we hebben goede hoop dat het besef dat het met het huidige beleid niet gaat werken spoedig indaalt bij de monetair beleidsmakers, misschien al voor de zomer...’

De Grote Herijking is een illusie; de ECB zal de rente volgende week verder verlagen

Frankfurt moet onmiddellijk stoppen met het opkopen van al die leningen en de rente verhogen. De risico's van een nog verdere verruiming van het beleid zijn te groot. De ECB doet er verstandig aan te erkennen dat ze de middelen ontbeert om op een veilige manier de beoogde prijsstabiliteit af te dwingen. De deflatoire krachten zijn momenteel gewoon te sterk.

Erkennen dat het niet lukt, is overigens niets nieuws. Toen de inflatie in de jaren zeventig 6% was, had de Bundesbank er ook geen moeite mee te zeggen dat ze niet in staat was de inflatie terug naar 3% te brengen. De Bundesbank kende haar beperkingen en had juist daarom geen expliciete inflatiedoelstelling. Die had de ECB ook niet in de eerste jaren onder Wim Duisenberg en Otmar Issing. Maar nu hebben we die ineens wel en voelt Frankfurt de noodzaak om steeds meer te doen.

Het levert echter financiële zeepbellen op, het houdt

bedrijven in stand die bij een normale rente niet rendabel zijn, het vertekent de kracht van de overheidsfinanciën, het stimuleert activiteiten die weinig productief zijn. Het helpt misschien de huizenmarkt, maar de vraag is hoe duurzaam dat is als het beleid eenmaal weer genormaliseerd wordt.

Ik vraag me af hoelang je door kunt gaan met het verruimen van je beleid. Nog even en de rente is zo negatief dat mensen hun geld van de bank halen. Dan is een euro thuis meer waard dan op de bank. Dan raakt niet alleen het financiële systeem in de put, maar komt ook de integriteit van het geld in het geding. Het wordt van kwaad tot erger. Straks gaan we nog aan helikoptergeld doen.’

Onder Duisenberg en Issing had de ECB geen expliciete doelstelling voor inflatie