



DE ECB EN 'BUITENGEWOON' BELEID

Dirk Bezemer¹

Notitie voor de Hoorzitting ECB-beleid in de Tweede Kamer
woensdag 13 april 2016

In het kort

- De ECB, en de meeste Europese politici zien formeel graag een centrale bank die onafhankelijk is van de politiek.
- Operationeel betekent dit dat de ECB geen obligaties van lidstaten koopt, zoals vastgelegd in het verdrag van Lissabon.
- Het falen van Europese politici de Eurocrisis in 2010 te bedwingen noopte de ECB sinds 2012 obligaties van lidstaten te kopen.
- Daarnaast voelde de ECB zich door de chronisch lage inflatie gedwongen haar opkoopprogramma ('QE') steeds verder uit te breiden, nu ook naar bedrijfsobligaties. en de rente lager en negatief te maken.
- Er zijn geen robuuste aanwijzingen dat dit hogere inflatie investeringen of groei stimuleert.
- Waarom niet?
 - QE pompt *geen* geld in de economie; ze creëert vraag naar financiële producten. Dus neemt ook de inflatie in de economie niet toe. De VVD fractieleden die blijkens hun brief aan de minister beducht zijn dat "politici aan de knoppen van de geldpers kunnen komen" kunnen gerust zijn: zelfs de ECB zit niet aan die knoppen, laat staan politici. Banken bedienen de geldpers.
 - QE maakt geld voor investeren beschikbaar, maar bedrijven hadden al vóór QE begon meer dan genoeg geld om te investeren. Ze deden het alleen te weinig.
 - Rentewijzigingen zijn geen grote factor in leen- en investeringsbeslissingen.
 - Het negatieve verband tussen ECB rente en inflatie is twijfelachtig.
- De ECB focust op prijsstabiliteit, terwijl haar beleid ook grote gevolgen kan hebben voor financiële instabiliteit, ongelijkheid van inkomens, winstgevendheid van banken, marktverstoring van investeringsbeslissingen, bereidheid tot sparen, en pensioendekking. Er gaapt een gat tussen haar mandaat en de gevolgen van haar beleid.
- Het huidige buitengewone beleid laat een aantal ongerijmdheden zien:
 - de ECB wil staatsobligaties blijven opkopen, maar volgens 'Maastricht' mogen er niet te veel nieuwe obligaties worden uitgegeven, overheidsschuld immers.
 - de private schuld in Europa is zeer hoog, en waarschijnlijk een belangrijke reden dat bedrijven niet willen investeren. QE houdt juist de schulden in stand die de werkzaamheid van QE ondermijnen door (het vernieuwen van) leningen zeer goedkoop te maken.

- Bedrijven investeren weinig, wellicht omdat er mede dankzij QE op de financiële markten zo makkelijk te verdienen is (o.m. door 'stock buybacks') én omdat ECB beleid grote beleidsonzekerheid schept (wie durft nu lange-termijn te investeren?) QE ondermijnt zo de voorwaarden waaronder QE tot investeringen en bestedingen moet leiden.
- Iedereen (ook de ECB) wil uiteindelijk QE afbouwen, maar afbouwen zal veel onrust veroorzaken en kan alleen als het werkt, als de inflatie en de groei hoog genoeg zijn. *QE is nodig zolang het niet werkt*. Daarom is het zeer moeilijk er nu mee te stoppen.
- Zijn er alternatieven voor QE? Ja, er zijn manieren om wél geld in de economie te pompen:
 - 'helikoptergeld', waarbij de ECB geld aan huishoudens geeft in plaats van aan banken en investeerders. Voor velen nog een brug te ver, maar dat is snel aan het veranderen. Het geld zou grotendeels gespendeerd worden. De vraag is of dan een consumptiebubbel geschapen wordt.
 - Overheidsinvesteringen. Ook hierdoor zouden bestedingen en wellicht inflatie direct toenemen. De overheid, die zich met 0% kan financieren, zou projecten moeten vinden die meer dan 0% rendement geven – geen al te moeilijke taak. Maar de meeste economen zijn mordicus tegen substantiële verhoging van overheidsinvesteringen indien dat tot tekorten leidt, en dus toenemende overheidsschuld (in NL nu 67% van het bbp - over de private schuld van plm 200% bbp is vreemd genoeg minder zorg). Om aan deze zorgen tegemoet te komen zou de overheid ook private financieringen kunnen faciliteren in een investeringsbank, zoals al kleinschalig gebeurt in het Juncker Plan (315 miljard) en het Nederlandse Investerings Instituut (NII). Dit drukt niet op de begroting. In 2015 werd echter slechts 7.5 miljard Juncker Plan geld daadwerkelijk geïnvesteerd². Dit laat weer zien dat de investeringszin het grootste obstakel is.

Antwoord op uw vragen:

1. *Valt het opkoopprogramma binnen het mandaat van de ECB?* Als je aanneemt dat het inflatie verhoogt wel. Vooralsnog is daarvoor geen aanwijzing.
2. *Wat zijn de risico's van het opkoopbeleid?* financiële instabiliteit, ongelijkheid van inkomens, te lage winstgevendheid van banken, marktverstoring van investeringsbeslissingen, minder bereidheid tot sparen, lagere pensioendekking.
3. *Wat zijn de risico's indien de ECB geen opkoopbeleid zou voeren?* Indien de ECB in 2012 niet staatsobligaties was gaan kopen, waren de Zuidelijke lidstaten en het Euro stelsel in nog grotere problemen gekomen. Indien de ECB daarna het opkoopbeleid niet uitgebreid had, was er minder rendement op financiële markten geweest, met mogelijke negatieve gevolgen voor financiële stabiliteit en consumentenvertrouwen, en mogelijk positieve gevolgen voor schuldafbouw en marktwerking.
4. *Hoe zit de exit eruit?* Ideaal is: goed aangekondigd, zeer geleidelijk, en heel goed getimed. De gevaren zijn: te vroeg of te laat (misschien nu al), met onverwachte reacties (sentimentomslag) en onverwachte gevolgen (bv kapitaalstromen en wisselkoersen, als in 2013 toen de VS begon met tapering/exit).

I. ACHTERGROND

Centrale Banken

Traditionele functioneerden centrale banken als de monetaire arm van de staat en waren - en in een groot deel van de wereld: zijn - er om geldhoeveelheid, prijspeil en wisselkoers te managen, de overheid te financieren, industrieel beleid te voeren middels kredietverlening, en stabiliteit en publiek belang van de commerciële banken te waarborgen. Sinds de jaren '90 zijn centrale banken in Westerse landen losgemaakt van de politiek en is hun opdracht beperkter geworden. Twee belangrijke misverstanden zijn dat centrale banken ons geld creëren of de geldcreatie door commerciële banken kunnen sturen.

Geldcreatie: beperkte rol – ‘de geldpers’ bestaat niet

Geld is pas geld in handen van bedrijven en huishoudens, als het beschikbaar is voor transacties in de economie. De ECB creëert slechts een zeer klein deel (enkele procenten) van het geld: alleen munten en biljetten. Het overgrote deel van de geldcreatie gebeurt door commerciële banken, als zij leningen uitgeven.

Reserves ‘sturen’ niet de kredietverlening³

Centrale banken kunnen ook niet die geldcreatie door banken ‘sturen’ middels het veranderen van verplichte reserves, zoals wel vaak wordt gedacht. Reserves zijn het tegoed dat commerciële banken bij de centrale bank aanhouden⁴. Het is dus geen geld: dat is het tegoed dat wij bij de commerciële banken aanhouden. Banken gebruiken hun reserves voor onderlinge betalingen, zoals wij onze banktegoeden gebruiken voor onderlinge betalingen. De centrale bank kan banken verplichten meer of minder reserves aan te houden, maar dit heeft geen direct effect op de leningen die banken aan bedrijven en huishoudens verstrekken. Dat wordt bepaald door de vraag naar leningen en winstgevendheid van leningen voor de bank. De toename van reserves de laatste jaren heeft dan ook niet aantoonbaar tot meer kredietverlening of meer geld geleid.

Onafhankelijkheid

Sinds de jaren '90 is er een sterke beweging in beleid en onder academische economen om centrale banken onafhankelijk te maken van hun overheden. Dit uit zich door benoemingen aan politieke invloed te onttrekken, en door de bank een (inflatie)mandaat te geven waarbinnen het handelt en verder van politieke bemoeienis gevrijwaard is. De gedachte is dat voorkomen moet worden, dat overheden centrale banken misbruiken voor electorale doeleinden ten koste van de prijsstabiliteit. Dit is een zeer sterke consensus geworden. Politici die zich uitlaten over wat de ECB zo moeten doen, worden op de vingers getikt: zij mogen niet aan de onafhankelijkheid van de ECB komen. Inmiddels zijn Europese overheden sterk afhankelijk van de ECB, en laten centrale bankiers zich geregeld uit over wat politici zouden moeten doen, ook buiten hun mandaat van prijsstabiliteit⁵. De onafhankelijkheid werkt dus niet twee kanten op.

Mandaat: prijsstabiliteit

De ECB heeft als mandaat meegekregen de stabiliteit van de munt te bewaken⁶, d.w.z. lage inflatie (tegen de 2%) te bewerkstelligen. Hoge inflatie is variabel en alleen daarom al slecht

(prijsonzekerheid). Te lage inflatie lager dan 2% geeft de ECB te weinig ruimte om lager te gaan in geval van recessie. En hogere inflatie betekent dat het makkelijker is winst te maken als lonen rigide zijn meer productprijzen niet.

Dit is een enge opvatting van de taak van een centrale bank; de Federal Reserve bijvoorbeeld heeft als taak de stabiliteit van de munt te bewaken én groei en werkgelegenheid te bevorderen⁷. In het verdrag aangaande de ECB worden werkgelegenheid en inkomensgroei uitdrukkelijk ondergeschikt gemaakt aan prijsstabiliteit⁸. De ECB opereert vanuit de gedachte dat monetair beleid uiteindelijk slechts invloed heeft op het prijsniveau, niet op werkgelegenheid, inkomensgroei, of inkomensongelijkheid, of financiële stabiliteit ("Monetary policy can affect real activity only in the shorter term. But ultimately it can only influence the price level in the economy."⁶). Dit is een betwistbaar leerstuk, dat zeker niet wetenschappelijk onomstreden is en door sommige economen als een gevaarlijke misvatting wordt gezien⁹.

Inflatie *targeting*, desnoods met bubbels en crashes

Sinds de jaren '80 heeft zich een consensus ontwikkeld binnen centrale banken dat hun beste werkwijze "inflation targeting" is: het publiekelijk aangeven van een inflatiedoel en het duidelijk communiceren van dit doel en van geplande rentewijzigingen. Eerder gebruikten centrale banken een breder instrumentarium, waaronder ook doelen met betrekking tot geld- en kredietgroei. De beleidsfocus is op lage inflatie van de prijzen van goederen en diensten, niet op inflatie van vermogenstitels en vastgoed. In de felle discussies die daarover ontstonden tijdens de bubbles van de jaren '90 wezen ECB economen de verantwoordelijkheid voor financiële stabiliteit af op grond van hun beperkte mandaat en instrumenten¹⁰

Centrale banken waren vanaf de jaren '80 zeer succesvol in het bewerkstelligen van lage inflatie, en bekommerden zich niet om de enorme inflatie van aandelen en vastgoed aangejaagd door de veronachtzaamde kredietgroei, en de groei van de private schuld die daarmee samenhang. Achteraf zijn die oorzaken van de crisis geworden, en er is nu een consensus dat huizen- en aandelenbubbels en groei van de private schuld voorkomen of getemperd hadden moeten worden. Draghi stelt nog steeds nadrukkelijk dat hij desnoods financiële instabiliteit op de koop toeneemt als zijn inflatiedoel maar gehaald wordt: "Monetary policy should not try to balance opposing objectives: it is optimal for all parties if it delivers its mandate. And if that creates financial stability concerns, they need to be addressed by other policies more suited to the task... if we needed to adopt a more expansionary policy, the risk of side effects would not stand in our way", zei hij op 4 februari.¹¹

Rente en inflatie

Sinds de jaren '80 hebben centrale banken hun instrumentarium sterk beperkt. Eigenlijk wordt in de publieke discussie en in onderzoek nu alleen de rente nog beschouwd als een ECB instrument om de inflatiedoelstelling te halen. Het idee is dat lage rente lenen stimuleert, dus activiteit, dus inflatie. Die theorie is overigens twijfelachtig: robuust empirisch bewijs ontbreekt, bovendien betekent hogere rente meer investeringskosten die (indien doorberekend naar productprijzen) de inflatie opdrijven - precies andersom als gedacht dus.

II. OPKOOP- EN LAGE-RENTE BELEID

QE: de centrale bank pompt *geen* geld in de economie

Tijdens de eurocrisis vanaf 2010 zagen we dat private partijen niet meer de obligaties van zuidelijke lidstaten wilden kopen. Die lidstaten konden zich dus niet meer financieren. Er moest iets gebeuren. Bovendien leek het erop dat lagere rentes niet meer 'werken' in de zin van BBP groei en inflatie stimuleren.

Daarom heeft de ECB (zoals eerder de Fed en Bank of England) 'quantitative easing' bij haar instrumentarium gevoegd. Dit is het opkopen van obligaties en andere waardepapieren door de centrale bank, van commerciële banken. De centrale bank betaalt banken in de vorm van reserves, door het ophogen van hun tegoed bij de centrale bank. De ECB kocht al sinds mei 2009 voor €60 miljard per maand aan 'covered bonds' en overheidsobligaties¹², en sinds 10 maart weten we dat ze met ingang van april 20 miljard per maand erbij doet, en ook gewone bedrijfsobligaties gaat opkopen. De vraag is wat voor aandeelhouder ze zal worden (een actieve?) en of bedrijven hierdoor meer zullen gaan investeren. Niets wijst vooralsnog daarop.

Twee belangrijke momenten in het opkoopprogramma zijn de aankondiging in juli 2012 dat de ECB obligaties van lidstaten in steunprogramma's zal gaan kopen (de 'whatever it takes' speech) en de implementatie in september 2012 van Outright Monetary Transactions (OMTs); en de aankondiging van het Expanded Asset Purchase Programme (APP) vanaf maart 2015, dat nu dus per april 2016 uitgebreid wordt.

Daarnaast stelde de ECB in (Targeted) Long Term Refinancing Operation ofwel (T)LTRO rondes in 2011, 2012 en 2014 reserves aan banken beschikbaar in repo-overeenkomsten, als 'funding' om leningen te verstrekken of staatsobligaties te kopen. In Juni komt er een nieuwe, misschien tegen de dan geldende negatieve rente: banken krijgen dan dus geld toe als ze lenen. De overeenkomst met QE is dat hierdoor de reserves van banken verhoogd worden, in de hoop dat ze meer gaan uitlenen. Het verschil met QE is dat LTRO een lening is (die na drie jaar of eerder terugbetaald wordt); QE is aankoop van obligaties. Net als bij QE is er geen aanwijzing dat LTRO geleid heeft tot meer kredietverlening door banken. Banken in Zuid-Europa maken er het meest gebruik van, maar juist in Noord-Europa is de kredietverlening weer op gang gekomen.

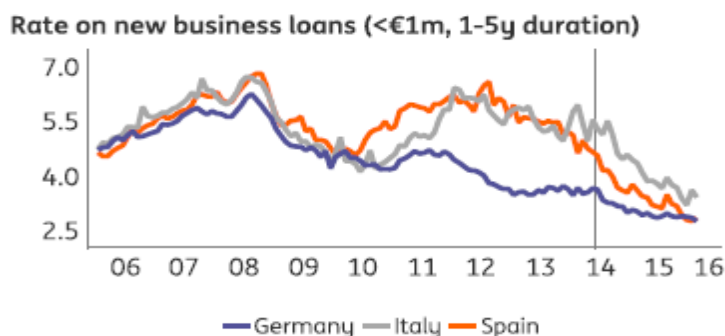
In beide gevallen (QE en TLTRO) verhoogt de ECB het tegoed dat commerciële banken bij haar aanhouden (de reserves). Omdat dit tegoed geen geld is, en ook niet de kredietverlening direct beïnvloedt, zijn er grote vraagtekens te plaatsen bij de presentatie¹³ van QE als het pompen van geld in de economie. Tenminste, als we vasthouden aan de definitie dat geld pas geld is in handen van bedrijven en huishoudens, als het beschikbaar is voor transacties in de economie. Er komt wel meer liquiditeit beschikbaar voor financiële transacties. Dit onderscheid is niet slechts filosofisch; het kan verklaren waarom het zogenoemde 'geld in de economie pompen' toch niet leidt tot hogere inflatie of meer bestedingen – omdat er immers *geen* geld in de economie gepompt wordt. QE heeft inderdaad niet aantoonbaar geleid tot meer leningen door banken aan bedrijven,

waardoor de geldhoeveelheid zou toenemen. De Figuur suggereert wel dat sinds 2015 leningen weer groeien – helaas met name hypotheekleningen. Maar of dit door QE komt?



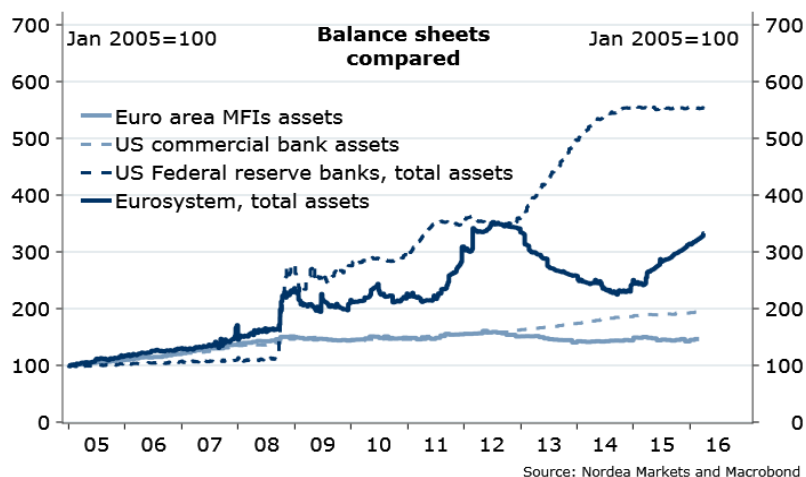
bron: ING

Ook is de rente op bedrijfsleningen in Zuid Europa, die vanaf de crisis in 2009 sterk steeg vergeleken met Noord Europa, sinds 2012 gedaald, en nu op vergelijkbaar niveau. Heeft QE geholpen er de markt voor bedrijfsleningen vlot te trekken? Een open vraag.



Bron: ING

De omvang van QE in Europa blijft sinds 2012 flink achter bij de Verenigde Staten. Afgezien van de groei in 2010/2 door leningen aan Zuid Europese landen en Ierland, die in 2010/4 weer van de balans waren, nam de balans na 2008 nauwelijks toe, tot 2014. Sinds de aankondiging van het Asset Purchase Programme (2014) is er sterke groei.



Waarom?

Waarom dan, bij alle twijfel rond werkzaamheid, toch QE? Eigenlijk is dit ook een open vraag. Hieronder een aantal effecten. Een belangrijke is in ieder geval dat de ECB niet *niets* kon doen toen inflatie te laag bleef en het rente-instrument niet hielp. QE was het enige dat ze konden (afgezien van 'helikoptergeld'), en om PR redenen beter dan niets. Een tweede reden is dat eenmaal begonnen, het moeilijk is te stoppen als de markt zwak is, zoals na acht jaar nog steeds het geval is: stoppen of afbouwen geeft een knauw aan het vertrouwen op de financiële markten.

QE en investeringen: kwantiteit

Door de extra vraag van de centrale bank naar waardepapieren zoals obligaties kan de waarde ervan omhooggaan zodat beleggers rijker worden en meer gaan uitgeven. Of als de centrale bank bedrijfsobligaties opkoopt, kan dat het betreffende bedrijf ertoe aanzetten meer te investeren. Deze effecten zijn echter hoogst onzeker. Uitgaven en investeringen worden bepaald door vertrouwen en reële investerings- en uitbreidingsmogelijkheden. Blijven die beperkt, dan 'werkt' QE niet voor de economie. Bedrijven die hun geld toch al liever gebruikten om eigen aandelen op te kopen dan te investeren, zullen dat niet anders gaan doen als hun aandelen of andere bezittingen meer waard worden door QE. Gebrek aan geld was nooit het probleem.

In de VS heeft QE en lage rente beter gewerkt, omdat huishoudens daar directer van aandelenmarkten afhankelijk zijn (positief QE effect) en minder besparingen bezitten dan in Europa (minder negatief lage-rente effect). Ook dan kun je je afvragen of het wenselijk is dat consumenten meer gaan besteden omdat hun aandelen tijdelijk meer waard worden.

QE en investeringen: kwaliteit

Als investeringen al gestimuleerd worden door meer liquiditeit en lage rente, dan is de vraag of dat niet juist de investeringen zijn die tegen normale financieringskosten niet rendabel zouden zijn. Op lange termijn zijn dat dus slechte investeringen gefinancierd met slechte leningen. Gaat QE zulke investeringen stimuleren, dan is dat nu wel even groei, maar op de iets minder korte termijn is dat slecht voor de groei (slechte investeringen verdringen goede, projecten gaan klappen, faillissementen volgen) en financiële stabiliteit (slechte leningen gaan weer toenemen).

QE en liquiditeit

Doordat de ECB obligaties opkoopt is het moeilijker voor andere partijen die te kopen. Goldman Sachs rekende uit dat indien komend jaar alleen 10 miljard extra aan QE toegevoegd zou zijn (zonder uitbreiding van het opkoop-programma naar bedrijfsobligaties), er binnen een jaar geen Duitse obligaties meer te koop zouden zijn. Te extreem misschien, maar er ligt een probleem.

QE en ongelijkheid

Omdat QE de bezitters van vermogenstitels - het rijkere deel van de bevolking dus - rijker maakt, vergroot ze waarschijnlijk de ongelijkheid van bezit, en mogelijk ook inkomensongelijkheid. Dit is zeer waarschijnlijk maar nog niet aangetoond. Omdat QE recent is en inkomensongelijkheid slechts geleidelijk verandert, is er nog geen degelijk onderzoek dat dit aantoonst.

QE en marktwerking

Investerings- en spaargedrag wordt intussen bepaald door ECB-beleid, niet door de situatie op de markten. Iedereen kijkt naar de ECB, niet naar elkaar. Dit ondermijnt marktwerking. Het FD meldde gisteren dat zo'n 50 mld aan bedrijfsobligaties (Shell, Unilever) nu negatieve rente hebben (door hoge koersen): iedereen wil die obligaties hebben om straks van de ECB vraag te kunnen profiteren. op de secundaire markt is intussen niets te koop: niemand wil verkopen uit angst dat je straks niets meer kunt terugkopen als de ECB eenmaal op de markt is.

Lage rente en 'bubbles' in aandeel- en obligatiemarkten, en vastgoed

Lage rente veroorzaakt hogere obligatieprijzen, omdat het verschil tussen prijs nu en prijs bij verkoop van de obligatie kleiner hoeft te zijn om toch dezelfde return als de rentestand te halen. Het huidige lage-rentebeleid stimuleert ook switchen van sparen naar beleggen en maakt hypotheeklenen weer aantrekkelijk.

Lage rente en Pensioenen

DNB verlaagde onlangs de rekenrente vanwege de lage ECB rente. De aanpassing scheelt de pensioenfondsen 4 procent in de dekkingsgraad, dus komt er meer pensioenkorting.

Lage rente en Handel

Sinds negatieve rente is de euro 20% goedkoper geworden, dus stimulans voor export. Ook duurdere import, dus inflatiestimulans.

Lage rente en Banken

Vanwege de hoge liquiditeitsbuffers die banken moeten aanhouden, heeft de bank veel kapitaal. Dat geld wordt vaak 's nachts gestald bij de ECB en die vraagt daar inmiddels geld voor. Dat kost de bank dus geld en dat gaat ten koste van de winstgevendheid, zei Gerrit Zalm vorige week.

Lage rente en Geldstelsel

Cash heeft 0% rente dus negatieve rente is een reden om je geld thuis te houden, niet op de bank. Doen we dat massaal, dan ondermijnt dat het banksysteem. Werden daarom in Februari plannen gepresenteerd voor afschaffing van het 500 Euro biljet? De genoemde reden was terrorismebestrijding, maar zulke grote coupures maken ook 'thuis sparen' wel erg makkelijk.

Oprekking van het mandaat

De ECB heeft formeel een zeer beperkt mandaat en grote afstand tot de politiek. In de praktijk heeft het buitengewoon monetair beleid haar verantwoordelijkheden uitgebreid van prijsstabiliteit naar een semi-fiscale rol (bestedingen stimuleren) en financiële stabiliteit (voorkom dat banken omvallen).

DE UITKOMST

Veel geld, weinig investeringen

De uitkomst van opkoop- en lage rente beleid is dat er heel veel geld is en te weinig investeringen. Dat lijkt vreemd, maar wordt begrijpelijk als we onderscheid maken tussen geld dat circuleert in het financiële circuit van aandelen, obligaties, vastgoed commodities en allerlei derivaten, en geld dat circuleert in het reële circuit van bedrijfsinvesteringen ten behoeve van productie, innovatie en werkgelegenheid. Bedrijven hebben enorm veel cash maar investeren weinig in het tweede circuit, de eigenlijke economie. QE was het pompen van liquiditeit in een systeem dat het eerste circuit heeft gestimuleerd, zonder aanwijsbaar effect op het tweede. Private investeerders en bedrijven waren al langer bezig met het opkopen van eigen aandelen en het opblazen van prijzen op financiële markten en grondstoffen (vastgoed tot 2007, aandelen in 2009, 2012 en 2014, commodities 2006-2012, daarna wellicht schaliegas en olieprijsen).

Analisten denken dat bedrijven zo weinig investeren, en zoveel cash aanhouden, vanwege vraaguitval in Zuid Europa en China en onzekerheid over toekomstige groei en financieringscondities, mede vanwege ECB beleid.

Een nieuw circuit: Overheidsschuld naar de centrale bank

De overheid geeft schuld uit, die door investeerders gekocht wordt. De ECB koopt die schuld nu systematisch weer van investeerders (en banken en bedrijven). De overheidsschuld verschuift dus naar de balans van de centrale bank.

Ongerijmdheden

Het huidige beleid loopt ook op tegen een aantal contradicties.

Contradictie I: breng de schuld omlaag zonder de rente omhoog te brengen

De private (en ook een beetje publieke) schulden moeten omlaag, maar alle prikkels om dat te doen worden weggehaald als rentelast op die schuld laag en dus draaglijk blijft, en lenen (en hernieuwen bestaande leningen) zeer goedkoop. De private schuld daalt dan ook nauwelijks. Rente verhogen zou een goede prikkel zijn om af te gaan betalen, maar gegeven de hoge schuldenlast zou het te veel effectieve vraag en vertrouwen kosten. Dus blijft ze laag, dus groeit de schuld / gaat ze niet omlaag.

Contradictie II: blijven opkopen, maar niet de markt leegkopen

Hoe kan de ECB voortgaan met obligaties opkopen, terwijl er geen nieuwe obligaties op die schaal uitgegeven mogen worden (dankzij de Maastrichtse regels)? Dwingt dit tot uitbreiding naar andere obligaties of vermogenstitels?

Contradictie III: Opkopen afbouwen, maar zonder paniek

Hoe kan ze stoppen met opkopen zonder paniek? Toen de Fed in December 2013 aankondigde haar aankopen te gaan verminderen ('tapering') vluchtten beleggers weg uit Aziatische markten, die tot dan toe (blijkbaar) afhankelijk waren geweest van de liquiditeit die de Fed maandelijks aanbood. Wisselkoersen vielen scherp. De onvoorziene gevolgen van het opkoopbeleid én van haar einde zijn talloze, want gedrag wordt nu sterk gedreven door verwachtingen en sentiment, die plotseling kunnen omslaan.

III WAT TE DOEN?

Exit-strategie?

Voor- en tegenstanders van het opkoop-en lage-rente beleid zijn het erover eens dat het ooit afgebouwd moet worden. Alle manieren om dat te doen lijken grote kosten en onvoorspelbaarheden met zich mee te brengen, zoals juist geschetst. Alleen met een vrij sterke economie durven we die aan. Daarvan is in Europa, met hoge werkloosheid en zwakke groei, geen sprake, dus gaat het beleid onverminderd, zelfs versterkt, door. In Amerika, met zeer lage werkloosheid en meer groei, probeert men voorzichtig opkoopbeleid te stoppen en rente te verhogen (naar 0,25-0,50% in December, de eerste verhoging in 10 jaar). Het eerste probleem is dus timing. Wanneer durven we het aan? De ECB denkt hier al minstens 6 jaar over na¹⁴.

Wat kan er misgaan? Eén gevaar dat wel wordt genoemd is dat het verkopen van obligaties en dus het verminderen van reserves tot inflatie zou leiden, als die reserves 'de economie in stromen'. Dit berust op de misvatting dat reserves net als geld zijn, en dat minder reserves bij de ECB dus meer geld elders moet betekenen. In Japan groeiden de reserves van 5 naar 33 biljoen Yen in 2 ½ jaar, en toen terug naar 8 biljoen Yen in een half jaar in 2006¹⁵. Een ander veel gesignaleerd gevaar is dat door vermindering van reserves ook de kredietverlening en dus de geldhoeveelheid zou krimpen: ook niet waarschijnlijk. Spelen met reserves heeft niet zoveel van doen met inflatie in de economie - daarom werkt QE juist niet. Voor zover er al effecten zijn kan de ECB door het juist vaststellen van rente op reserves, het meer of minder aantrekkelijk maken reserves aan te houden.

Een reëler gevaar is dat banken en bedrijven zich plotseling niet meer goedkoop kunnen financieren als de ECB stopt met het opkopen van hun obligaties. Dit is des te ernstiger als grote investeringsposities ingenomen zijn op basis van de goedkope QE leningen. Des te langer QE doorgaat, des te serieuzer dit probleem wordt. Des te meer de markt door verwachtingen en sentiment ten aanzien van ECB beleid gedreven wordt - en dit neemt met de dag toe - , des te plotser en schadelijker zal de reactie zijn. De exit strategie moet in ieder geval dus langzaam en goed aangekondigd zijn, maar dat is geen garantie voor succes.

Een veilige exit strategie bestaat niet.

Alternatieven

'Helikoptergeld'

Als het probleem is dat er geen geld de economie in komt, dan is de logische oplossing om geld direct in het reële circuit te injecteren: 'Helikoptergeld' of 'quantitative easing for the people'. Stuur iedere volwassen burger met een BSN nummer of een plek in het kiesregister €500, zoals Muellbauer en Duca voorstellen¹⁶. Onderzoek wijst uit dat tussen de 40% en 60% van het geld binnen een kwartaal uitgegeven wordt, meer voor gezinnen met hoge schulden en/of lage inkomens. Er zou dus een stimulans van de effectieve vraag zijn. Als bedrijven echt weinig investeren vanwege vraaguitval kan dit een deel van de oplossing zijn. Maar niet voor de vraaguitval in China, die vooral de Duitse economie hard treft.

Het is ook de vraag of een éénmalige stimulans van een paar miljard genoeg is, en of de economie niet op dezelfde manier afhankelijk zou worden van voortgaande stimulering.

Overheidsinvesteringen

Het andere alternatief is niet een alternatief voor de ECB, want het is fiscaal, niet monetair. Dit is de overheid meer te laten investeren: o.a. het IMF heeft de Eurozone lidstaten bekritiseerd¹⁷ op dit punt. Grotere overheidsinvesteringen zouden groei kunnen aanjagen. Met ongeveer nul procent financieringskosten moeten overheden toch genoeg projecten vinden die meer dan nul procent rendement opleveren! Tegenwerpingen zouden kunnen zijn dat als die projecten er echt waren, de private sector er al lang in geïnvesteerd zou hebben. Dat gaat echter niet zonder meer op voor publieke investeringen. Een ander mogelijk probleem is dat groei niet afhankelijk kan blijven van overheidsinvesteringen. Het beleid moet dus een klimaat schepen waarin private investeringen aantrekkelijker worden. Dat zal alleen werken als het tegelijk minder aantrekkelijk wordt te investeren in aandelen, obligaties, vastgoed, commodities en allerlei derivaten.

De meeste economen zijn mordicus tegen substantiële verhoging van overheidsinvesteringen indien dat tot hogere tekorten leidt, en dus toenemende overheidsschuld (in NL nu 67% van het bbp - over de private schuld van plm 200% bbp is vreemd genoeg minder zorg). Om aan deze zorgen tegemoet te komen zou de overheid ook private financieringen kunnen faciliteren in een investeringsbank, zoals al kleinschalig gebeurt in het Juncker Plan (315 miljard) en het Nederlandse Investerings Instituut (NII). Dit drukt niet op de begroting. In 2015 werd echter slechts 7.5 miljard Juncker Plan geld daadwerkelijk geïnvesteerd. Dit laat weer zien dat de investeringszin het grootste obstakel is.

Noten

¹ Met dank aan Teunis Brosens, Lex Hoogduin en Theo Kocken voor verhelderende gesprekken.

² <http://www.euractiv.com/section/eu-priorities-2020/news/eu-s-larger-economies-are-juncker-plan-s-biggest-winners/>

³ Een toegankelijke uitleg van dit punt is door S&P Chief economist Paul Sheard, "Repeat After Me: Banks Cannot And Do Not "Lend Out" Reserves", http://z822j1x8tde3wuovlgo7ue15.wpengine.netdna-cdn.com/wp-content/uploads/2015/02/S_and_P_Repeat_After_Me_8_14_13.pdf. Uitleg door centrale banken kan gevonden worden in "Money, Reserves, and the Transmission of Monetary Policy: Does the Money Multiplier Exist?", Federal Reserve, 2012 en "Banks are not intermediaries of loanable funds — and why this matters" Bank of England, 2015.

⁴ Verwarrende naam: normaal gesproken zijn 'reserves' deel van 'equity' en dus deel van de passiva van en bedrijf. Bank reserves zijn deel van hun activa.

⁵ Trichet pleitte regelmatig voor flexibele arbeidsmarkten (<http://www.bis.org/review/r060529d.pdf>) en ook Draghi is voor zulke en andere 'structurele hervormingen': "In every press conference since I became ECB President, I have ended the introductory statement with a call to accelerate structural reforms in Europe." Draghi mengt zich ook in nationale beleidsdiscussies; zo drukte hij Portugal op het hart vooral door te gaan met drastisch bezuinigingsbeleid (<http://uk.reuters.com/article/uk-ecb-draghi-portugal-idUKKCN0X41XY>). Het lijkt er zelfs op dat onze ECB presidenten er trots op zijn dat zij de neoliberale hervormingsgedachte zo sterk aanhangen. "The term "structural reforms" is actually mentioned in approximately one third of all speeches by various members of the ECB Executive Board. By comparison, it features in only about 2% of speeches by governors of the Federal Reserve", aldus Draghi. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150522.en.html>

⁶ "To maintain price stability is the primary objective of the Eurosystem and of the single monetary policy for which it is responsible. This is laid down in the Treaty on the Functioning of the European Union, Article 127 (1). "Without prejudice to the objective of price stability", the Eurosystem shall also "support the general economic policies in the Union with a view to contributing to the achievement of the objectives of the Union". These include inter alia "full employment" and "balanced economic growth". The Treaty establishes a clear hierarchy of objectives for the Eurosystem. It assigns overriding importance to price stability. The Treaty makes clear that ensuring price stability is the most important contribution that monetary policy can make to achieve a favourable economic environment and a high level of employment. These Treaty provisions reflect the broad consensus that the benefits of price stability are substantial. Maintaining stable prices on a sustained basis is a crucial pre-condition for increasing economic welfare and the growth potential of an economy. the natural role of monetary policy in the economy is to maintain price stability. Monetary policy can affect real activity only in the shorter term. But ultimately it can only influence the price level in the economy.

<https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/objective/html/index.en.html>

⁷ In 1977, Congress amended The Federal Reserve Act, stating the monetary policy objectives of the Federal Reserve as: "The Board of Governors of the Federal Reserve System and the Federal Open Market Committee shall maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with the economy's long run potential to increase production, so as to promote

effectively the goals of maximum employment, stable prices and moderate long-term interest rates." <https://www.chicagofed.org/publications/speeches/our-dual-mandate>

⁸ "Without prejudice to the objective of price stability", the Eurosystem shall also "support the general economic policies in the Union with a view to contributing to the achievement of the objectives of the Union". These include inter alia "full employment" and "balanced economic growth".

The Treaty establishes a clear hierarchy of objectives for the Eurosystem. It assigns overriding importance to price stability.

⁹ "In this view the ECB cannot be held responsible for what happens in the real economy. We consider that this

view is not just narrow, but mistaken" (CEPR 2002, "Surviving the Slowdown: Monitoring the ECB no. 4, p. 12) Nobelprijswinnaar James Tobin schreef in 1994 dat "the European example [of gearing] monetary policy exclusively to price stability ... has been very costly in Europe, and it is likely to be even more costly if it is enshrined as dogma by the Maastricht Treaty." In: Panel discussion, in J.C. Fuhrer (ed) Goals, Guidelines, and Constraints Facing Monetary Policymakers. Federal Reserve Bank of Boston, Conference Series no. 38: 232-6

¹⁰ "Without new tools, central banks cannot be responsible for financial stability" Lorenzo Bini Smaghi

Member of the Executive Board, European Central Bank. In "Should, or Can, Central Banks Target Asset Prices? Twenty Experts Offer Their Views" *The International Economy*, Fall 2009

¹¹ <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160204.en.html>

¹² https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2009/html/pr090604_1.en.html

¹³ "Begin maart zijn de centrale banken van het Eurosysteem, waaronder De Nederlandsche Bank, gestart met het grootschalig aankopen van staatsobligaties. *Het Eurosysteem injecteert hierbij geld direct in de economie* door de staatsobligaties aan te kopen met nieuw gecreëerd elektronisch geld. Dit heet kwantitatieve verruiming. Een uitleg over geldcreatie en de operationele details van het programma." <http://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archief/dnbulletin-2015/dnb320136.jsp>

¹⁴ https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2010/html/sp100126_1.en.html

¹⁵ [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/note/join/2014/518743/IPOL-ECON_NT\(2014\)518743_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/note/join/2014/518743/IPOL-ECON_NT(2014)518743_EN.pdf)

¹⁶ "Combatting Eurozone deflation: QE for the people". John Muellbauer, in: Quantitative Easing Evolution of economic thinking as it happened on Vox Edited by Wouter J. Den Haan

¹⁷ "[IMF criticises EU debt and deficit rules](#)", FT, May 29 2015