**Hoorzitting Toekomst van de Euro, Tweede Kamer, 13 Februari 2023**

**Inbreng[[1]](#endnote-1) Hans Hoogervorst, voormalig Minister van Financiën**

1. De Nederlandsche Bank (DNB) zal waarschijnlijk financiële steun van de Nederlandse staat nodig hebben om verliezen op te vangen op de omvangrijke portefeuille van staatsschuld met kunstmatig lage rente die zij in het kader van Quantitative Easing (QE) heeft aangekocht. Het ironische feit dat DNB -verantwoordelijk voor de financiële gezondheid van het Nederlandse bankwezen- nu zelf waarschijnlijk een *bail-out* zal nodig hebben, illustreert de enorme schade die het extreme monetaire beleid sinds 2008 heeft veroorzaakt.

2. Hoewel alle grote centrale banken onconventioneel beleid hebben gevoerd (en ze daar nu allemaal de wrange vruchten van plukken), behoorde het beleid van de ECB tot de meest extreme. Zowel de Bank of England als de Amerikaanse Federal Reserve hebben negatieve rente weten te vermijden. Op Japan na, is de relatieve omvang van de door de ECB opgekochte schuldenberg (meer dan 60% van het Eurozone BBP) het grootst.

3. Het oogmerk van QE was de inflatie te laten stijgen tot 2% per jaar, maar is jarenlang op 1,2-1,7% blijven steken, hetgeen DNB-president Klaas Knot ook nu nog ‘structureel een te laag niveau’ noemt[[2]](#endnote-2). Volgens Knot is de enorme QE-stimulans nauwelijks in de economie terechtgekomen en is het vooral in bancaire reserves blijven hangen[[3]](#endnote-3).

4. De enorme schuldopkoop van de ECB heeft volgens Knot zijn doel dus niet bereikt. Dat werpt de vraag op waarom al die -nu verlieslatende- schuldaankopen destijds überhaupt zijn gedaan. We zouden nu immers een gat in de lucht springen als we het ‘structureel te lage’ inflatieniveau van 1,2-1,7% weer konden bereiken! Het opkopen van biljoenen aan staatsschuld om de inflatie kunstmatig naar 2% op te krikken is evident disproportioneel geweest en niet alleen met de kennis van nu.

5. De uitspraak dat een inflatieniveau van 1,2-1,7% ‘structureel te laag is’ hangt nauw samen met de inflatiedoelstelling van de ECB, die in de loop der jaren steeds verder is opgeschoven. Eerst was de doelstelling een inflatie van ‘minder dan 2%’, toen ‘minder dan, maar dichtbij 2%’ en vlak voor de inflatie-explosie verruimde de ECB de doelstelling verder tot 2% op de middellange termijn, waarbij onderschrijding van de 2% als even onwenselijk wordt beschouwd als overschrijding. Dit betekent dus dat de ECB een inflatie van 1% als even onwenselijk beschouwd als een inflatie van 3%. Deze inflatiedoelstelling is evident in strijd met het gezonde verstand.

6. In zijn memoires[[4]](#endnote-4) heeft Paul Volcker, die als voorzitter van de Federal Reserve in de jaren 80 de inflatie in de VS heeft bedwongen, de vloer aangeveegd met de inflatiedoelstelling van 2%. Hij wees erop dat met een jaarlijkse inflatie van 2% een munt in iets meer dan 25 jaar al de helft van zijn waarde verliest. Hij wees er ook op dat inflatie zich niet laat micro-managen. Als je 2% inflatie nastreeft wordt het al snel 3 of 4% en voor je het weet verlies je er controle over.

7. De ontkenning van een verband tussen QE en de huidige inflatie overtuigt evenmin. Tijdens de pandemie heeft de ECB de inflatie wel degelijk opgestuwd door extreem veel schuld op te kopen. Dit keer ging het daarmee gecreëerde geld wel rollen.In combinatie met de door de pandemie veroorzaakte economische verstoringen was dit fataal en al ruim voor de Russische inval in de Oekraïne ontwaakte de inflatie uit zijn lange winterslaap. De te late beleidsreactie van de ECB leidde vervolgens tot verzwakking van de Euro, waardoor de energie-inflatie onnodig werd versterkt. Deze beleidsfouten worden nog steeds niet volmondig door de ECB en DNB erkend.

8. Hoewel *Quantitative Easing* altijd is verdedigd met de doelstelling de inflatie te verhogen, was een nauwelijks verbloemde nevendoelstelling de enorme schuldenlast van Zuid Europa te verlichten. Deze stille *bail-out* door de ECB was in strijd met de geest van de ‘*no bail-out*’ clausule van het Verdrag van Maastricht, het oprichtingsverdrag van de euro. Toch werd zij oogluikend toegestaan door de Europese politiek, mede omdat een openlijke *bail-out* politiek onverkwikkelijk zou zijn geweest.

9. Anders dan bij een normale *bail-out*, werd aan QE geen enkele voorwaarde verbonden. In veel landen werden hervormingen juist op een laag pitje gezet of zelfs werden teruggedraaid. In Italië zijn de mogelijkheden tot vervroegde pensionering vanaf 62 jaar verruimd, terwijl het Italiaanse pensioenstelsel (kosten: 17% BBP!) met een krimpende bevolking evident onhoudbaar is. Ook als grootste ontvanger van het Europese Herstelfonds hoeft Italië hier niets aan te doen, hetgeen een enorme gemiste kans is. Ondertussen wordt in datzelfde Fonds wel forse financiële solidariteit verwacht van de Nederlandse bevolking, die afstevent op een AOW-leeftijd van boven de 67 jaar.

10. Nadat de inflatie het (voorlopige) einde van QE heeft ingeluid, is de ECB op zoek gegaan naar een nieuw instrument om een schuldencrisis in Zuid Europa te voorkomen. Het werd het Transmission Protection Instrument (TPI), een soort selectieve QE voor de schuldenlanden, waaraan een zeer zwakke conditionaliteit is verbonden. Het TPI is er in geslaagd op korte termijn de rentestijgingen in het Zuiden te beperken, maar veroorzaakt tegelijkertijd evidente *moral hazard*. De kalmte op de kapitaalmarkten zorgde er mede voor dat tijdens de recente Italiaanse verkiezingen met geen woord werd gerept over de noodzaak tot sanering van overheidsfinanciën, zeker niet door de populistische coalitie die als winnaar uit de bus kwam.

Wat moet er nu gebeuren om de Euro weer gezond te maken en de Eurozone economisch te versterken?

11. Mijn korte antwoord is dat het Verdrag van Maastricht naar letter en geest moet worden uitgevoerd, want dat was destijds met gezond verstand in elkaar getimmerd. Het probleem was niet dat de normen te strikt waren, maar dat ze niet zijn nageleefd. Er wordt nu over de schuldnorm van 60% geschamperd, maar Nederland, Ierland, Zweden, Denemarken en de Baltische staten hebben laten zien dat de norm alleszins haalbaar is, terwijl al de meeste van deze landen een hoog niveau van sociale bescherming genieten en zij ook alle hebben geleden onder de financiële crisis en de pandemie. Als de ‘no bail-out’ clausule van het Verdrag van Maastricht was gerespecteerd, waren veel meer landen tot tijdige hervormingen aangezet.

12. De ECB moet terug naar zijn oorspronkelijke inflatiedoelstelling van ‘minder dan 2%’ en alles op alles zetten deze norm te behalen. Helaas heeft de ECB nu al besloten het tempo van renteverhogingen te verlagen, terwijl de Europese beleidsrente nog steeds 2,5% lager is dan de Amerikaanse beleidsrente. Het is opmerkelijk dat DNB zich niet aansloot bij de grote minderheid binnen de ECB die door wilde gaan met renteverhogingen van driekwart procent, ondanks dat DNB zelf voor de komende twee jaar in Nederland een jaarlijkse inflatie van 5% voorziet. Hoewel de ECB verdere renteverhogingen in het vooruitzicht heeft gesteld, vermoed ik dat zij er uiteindelijk uit angst voor een nieuwe Europese schuldencrisis voor zal terugdeinzen de rente voldoende te verhogen. De ECB zal zich waarschijnlijk neerleggen bij een inflatie die duidelijk boven de 2% zal blijven. De verleiding om de enorme schuldenlast van de Eurozone stilletjes weg te infleren zal nauwelijks te weerstaan zijn.

13. Voorts dient het arsenaal van steunmechanismes van de ECB drastisch te worden uitgedund. Zowel de mogelijkheid van ongeclausuleerde Quantitative Easing, als het TPI zouden moeten verdwijnen. De aankoop van staatsobligaties moet in principe alleen mogelijk zijn in het kader van bescheiden open-market operations. Voor noodsituaties kan de ECB het bestaande instrument van Outright Monetary Transactions (OMT) achter de hand houden. Het OMT instrument is nooit gebruikt omdat er strenge voorwaarden aan verbonden zijn, zoals een aanpassingsprogramma van het Europees Stabiliteitsmechanisme in samenwerking met het IMF. Strenge conditionaliteit is echter de enige manier om de ‘no bail-out’ clausule van het Verdrag van Maastricht nog enige geloofwaardigheid te geven.

14. Een strikte naleving van het Stabiliteitspact zou ook kunnen helpen om de omvang van publieke schulden in Europa naar aanvaardbare niveaus terug te brengen. Maar elke keer als het Pact niet wordt nageleefd wordt het aangepast en meestal in de richting van meer flexibiliteit. Het lijkt nu al een voldongen feit dat de eis van afbouw van de excessieve staatsschuld met 1/20e per jaar zal worden losgelaten. Dit acht ik onverstandig en in een tijd van hogere rente ook achterhaald. Ierland heeft dankzij een strikt aanpassingsprogramma zijn staatsschuld tussen 2013 en 2019 teruggebracht van 120% BBP naar minder dan 60%. Waarom zou Italië in 20 jaar niet kunnen bereiken wat Ierland in zeven jaar heeft gedaan? Nu de tijd van gratis geld voorbij is, kunnen landen zich helemaal niet veroorloven lang een excessieve staatsschuld te moeten financieren. Het stabiliteitspact zou moeten worden verscherpt i.p.v. versoepeld.

15. In mijn eerdere artikel in EW-magazine heb ik gesteld dat het verlaten van de Euro voor Nederland geen taboe mag zijn. Uittreding uit de Euro is iets waar je alleen als allerlaatste redmiddel aan wilt denken, zeker nu met een oorlog naast de deur. Het zou daarom vele malen beter zijn als de oorzaken van het slechte functioneren van de monetaire unie grondig worden aangepakt. Een sterk Europa kan immers alleen worden gebouwd op een sterke munt en een sterke economie. Nu wordt het beleid van de ECB bepaald door de zwakste schakels in het systeem. In ieder geval kan het laten voortwoekeren van de problemen binnen de Eurozone geen optie zijn en zal Nederland zijn lijdzame opstelling moeten laten varen.

1. Deze inbreng is een vervolg op het artikel dat ik op 16 Februari 2022 in EW-magazine heb gepubliceerd en dat mede aanleiding is voor het komende kamerdebat over de toekomst van de Euro. [↑](#endnote-ref-1)
2. EW Magazine 29 december 2022 [↑](#endnote-ref-2)
3. Telegraaf, 23 december 2022. [↑](#endnote-ref-3)
4. Paul Volcker, Keeping at it: the Quest for Sound Money and Good Government, 2018 [↑](#endnote-ref-4)