Rondetafelgesprek met Vaste Kamercommissie voor Financien, 23-9-2019

Achtergrondnotitie Hans Hoogervorst. Deze notitie is op persoonlijke titel geschreven.

**Belangrijkste conclusies:**

* De extreem lage rente is niet het gevolg van spontane economische ontwikkelingen, maar wordt primair veroorzaakt door het monetair beleid van de centrale banken.
* Het onconventionele monetaire beleid van de centrale banken vormt een grote bedreiging voor de financiele stabiliteit. Het leidt tot onhoudbare schulden en overspannen activamarkten en moedigt moreel risico aan. Bovendien zet het de stabiliteit van financiële instellingen onder druk.
* De extreem lage rente houdt slechte bedrijven en slecht economisch beleid in stand. Het stimulereert de economie hooguit tijdelijk en leidt op de lange termijn tot lagere economische groei. In een aantal landen is dit al gaande.
* De Nederlandse pensioenfondsen worden sterk ondermijnd door de lage rente en nieuwe, forse kortingen lijken onafwendbaar. De huidige rekenrente-methodiek is niet overdreven pessimistisch.
* Het gevaar van een ‘Japanisering’ van de Europese economie en een nieuwe, harde financieel crash is aanzienlijk. In het laatste geval is het uiteenvallen van de muntunie een reële mogelijkheid.
* In de praktijk heeft de ECB zijn eenduidige mandaat van prijsstabiliteit ernstig opgerekt.
* De ‘no-bailout’-clausule van het Verdrag van Maastricht wordt de facto niet nageleefd.
* De ECB moet haar inflatiedoelstelling aanscherpen, conditionaliteit aan het opkopen en het doorrollen van de reeds opgekochte staatsschuld verbinden en een duidelijk tijdpad voor normalisering van het monetaire beleid formuleren.
* De bittere realiteit is echter dat de ECB een normalisering van het beleid waarschijnlijk niet aan zal durven en dat de opgekochte schuld tot in lengte der jaren op de balans van de ECB zal blijven staan.

**Inleiding**

De Centrale Banken vormen de grootste bedreiging voor de financiele stabiliteit. Die conclusie is onafwendbaar als je het laatste Overzicht Financiële Stabiliteit van De Nederlandsche Bank leest[[1]](#endnote-2). Al jaren doen de Centrale Banken hun uiterste best de rente zoveel mogelijk naar beneden te drukken en dat eist een zware tol.

Volgens DNB leiden de lage rentes en een overvloed aan liquiditeit tot tal van bedreigingen van de financiële stabiliteit. Zo is de mondiale schuld van overheden, bedrijven en consumenten tot historische recordhoogtes opgelopen. In veel Europese landen blijft de overheidsschuld onverantwoord hoog. Door de lage rente zijn investeerders wanhopig op zoek naar rendement, onder meer in risicovolle bedrijfsschuld. De extreem lage rente leidt ook tot een overspannen woningmarkt, hetgeen volgens DNB het grootste risico voor de Nederlandse economie vormt.

**Schuld naar historische recordhoogte**

De extreem lage rente moedigt het creëren van schuld door de kosten ervan te drukken. Dit is geen onbedoeld neveneffect van het centrale bankenbeleid, maar een uitdrukkelijke doelstelling. De centrale banken hopen met het goedkoop maken van schuld economische activiteit en inflatie aan te wakkeren. Dankzij de lage rente en het beleid van ‘quantitative easing’, het opkopen van schuld door centrale banken, wordt het aangaan van schuld aangemoedigd en sparen ontmoedigd.

Dit beleid heeft wereldwijd geleid tot een enorme expansie van schuld. Op de valreep van de grote financiële crisis bedroeg de totale schuldenlast van consumenten, bedrijven, financiele instellingen en overheden 269% van het mondiale BBP. Nog nooit in de wereldgeschiedenis was de schuldenlast zo hoog geweest en dit was een van de oorzaken van de crisis, die niet voor niets ‘kredietcrisis’ werd genoemd. Dankzij het onconventionele beleid van de centrale banken is sinds 2007 dit historische schuldrecord jaar op jaar gebroken. Inmiddels bedraagt de totale mondiale schuldenlast bijna 320% BBP, terwijl de kredietwaardigheid van veel schulden verslechterd. Deze enorme schuldenberg zal niet meer op normale wijze tot houdbare proporties kunnen worden teruggebracht.

**Overspannen activamarkten**

De lage rente leidt ook tot overspannen activamarkten. In de meeste landen liggen de koers-winstverhoudingen van aandelen ver boven historische gemiddelden. Ook de obligatiemarkten zijn zwaar overspannen omdat de gestaag dalende rente de prijs van bestaande obligaties steeds verder opdrijft. In veel landen, waaronder Nederland, heeft de lage rente tot torenhoge woningprijzen geleid.

**Verzekeraars en banken onder druk**

De lage rente ondermijnt de winstgevendheid van verzekeraars en banken. De negatieve rente van de ECB kost het Noordeuropese bankwezen een fors deel van de winst, met name in Duitsland, waar een aantal banken toch al zwak gekapitaliseerd is. Nu een groot deel van staatsobligaties een negatieve yield hebben, voelen veel verzekeraars zich gedwongen in steeds riskantere activa te beleggen. Beide ontwikkelingen zijn niet in het belang van financiële stabiliteit.

**Spaarders ontmoedigd**

Spaarders ontvangen nauwelijks nog rente en kunnen geen kant meer op. Ze moeten óf nog meer gaan sparen voor de toekomst óf ze moeten de overspannen aandelenmarkt op. De kans is groot dat dit voor vele huishoudens in een tranendal zal eindigen.

**Slechte kapitaalallocatie drukt de economische groei**

Hoewel de lage rente tot doel heeft de economie te stimuleren, heeft het ook een tegenstrijdig effect. De kunstmatig lage rente houdt zwakke bedrijven met hoge schuldenlasten overeind, terwijl ze in normale omstandigheden al lang plaats zouden hebben gemaakt voor meer produktieve bedrijven. Het kunstmatig in leven houden van dit soort zombiebedrijven drukt de produktiveit en economische groei. De rente verliest ook zijn signaalfunctie van financieel risico.

**Pensioenfondsen ernstig ondermijnd**

Een voor Nederland specifiek probleem is dat de lage rentestand de dekkingsgraad van de pensioenfondsen fors onder druk zet. Veel pensioenen zijn al bevroren of gekort en de Pensioenfederatie heeft onlangs aangekondigd dat verdere kortingen tot 8% niet uitgesloten zijn.

Ondanks de forse koersstijgingen van de aandelenmarkten in de laatste 10 jaar, begint de lage rente nu echt te bijten. Bijna alle Europese staatsobligaties hebben nu een negatief rendement en daar kunnen de pensioenfondsen niet omheen. Indirect betalen de Nederlandse pensioenfondsen mee aan het in de lucht houden van hoge Europese staatsschulden.

Mocht in toekomst de rente weer oplopen dan zullen de toekomstige verplichtingen weliswaar dalen, maar dan mogen ook forse correcties in de bestaande aandelen- en obligatieportefeuilles worden verwacht. Naar mijn mening biedt de huidige rekenrente-methodiek dan ook zeker geen overdreven pessimistisch beeld van de financiële gezondheid van de pensioenfondsen. Er is al heel veel schade aangericht door het onconventionele monetaire beleid en er zal nog meer volgen.

Aangezien binnen de Eurozone alleen Nederland een op kapitaaldekking gebaseerd pensioenstelsel heeft, heeft Europa geen oog voor dit belangrijke nadeel van het lage-rentebeleid.

**Onconventioneel beleid leidt tot onverantwoorde risico’s**

Het onconventionele beleid van de ECB en andere centrale banken is nog nooit eerder in de de geschiedenis vertoond. Het is een contra-intuïtief experiment met enorme tail-risks waarvan niemand kan voorspellen hoe het zal aflopen. Het nemen van dit soort risico’s is niet in overeenstemming met het mandaat van centrale banken als hoeders van de financiele stabiliteit.

Er is een kans dat Europa eindigt als Japan; met massieve schulden, een centrale bank die bijna alles koopt wat los en vast zit, verder verlies aan begrotingsdiscipline en struktureel lage groei. Dat is nog een relatief goedaardig scenario, dat in feite al vergevorderd is.

Het is ook mogelijk dat we uiteindelijk getroffen worden door een nieuwe financiële crisis. De combinatie van hoge schulden en overspannen activaprijzen leidt vroeg of laat altijd tot een ‘Minsky-moment’. Markten realiseren zich dan plotseling dat de hoge activaprijzen onhoudbaar zijn. Dat was het geval tijdens de Tulpenmanie in de 17e eeuw en meer recent tijdens de kredietcrisis. Dankzij het te goedkope geld dreigt alweer een herhaling. Het bed van nitroglycerine waarop de wereldeconomie rust moet een keer tot ontploffing komen.

Mocht de Eurozone door een nieuwe crash worden getroffen, dan is het uiteenvallen van de muntunie een reeel risico. De schuld van een aantal is zo groot dat een bail-out ondoenlijk is en alle ruimte voor budgettaire en monetaire hulp is, mede dankzij de ECB, nu al verbruikt.

**Lage rente geen natuurverschijnsel, wordt primair door centrale banken veroorzaakt**

Hoe kan het dan dat de centrale banken op deze klaarblijkelijke heilloze weg zijn beland?

Ten eerste accepteren de centrale banken de verantwoordelijkheid voor de lage rente maar zeer ten dele. Velen zijn van mening dat de lage rentestand niet primair door de centrale banken zelf wordt veroorzaakt, maar door een ‘secular stagnation’ van de wereldeconomie die spontaan het evenwichtsniveau van de rentestand zou drukken. Hierbij wordt gewezen op de vergrijzing, een strukturele verlaging van de produktiviteitsgroei en de groeiende economische ongelijkheid[[2]](#endnote-3). Volgens Gouverneur Mark Carney van de Bank of England hebben de centrale banken hooguit een bijrol vervuld: ‘The [Bank of England](https://www.theguardian.com/business/bankofenglandgovernor) 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.[[3]](#endnote-4)’

Hoewel deze redenering breed gedragen wordt onder centrale bankiers, zijn de economen van de Bank of International Settlements (de Centrale Bank van de Centrale Banken) niet overtuigd. Op grond van een zeer uitgebreide kwantitatieve analyse die teruggaat tot het einde van de 19e eeuw, komen zij tot de conclusie dat het monetair beleid duidelijk de meest bepalende factor is voor het niveau van de reele rente[[4]](#endnote-5). Zij tonen aan dat de ‘secular stagnation’-theorie op veel broze aannames is gebaseerd.

Het is kwestieus dat veel centrale banken hun verantwoordelijkheid voor de lage rente pogen te minimaliseren, terwijl al hun beleid erop gericht is geweest een zo accommoderend mogelijk monetaire omgeving te scheppen.

Dit beleid begon niet pas na 2008, maar al veel eerder, te beginnen met het ‘easy money’ beleid van Alan Greenspan, die vanaf 1987 voorzitter van de Federal Reserve was. Onder zijn bewind werd elke economische tegenslag door de Federal Reserve met een renteverlaging 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[[5]](#endnote-6). Andere centrale banken -waardonder de ECB- werden in het kielzog van dit asymmetrische monetaire beleid van de dominante Fed meegezogen.

Na de financiele crisis werd algemeen aanvaard dat dit ruime monetaire beleid heeft bijgedragen aan overspannen activamarkten, ongewenste risicotolerantie, excessieve kredietverruiming en schuldopbouw binnen en buiten de financiele 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.

Al meer dan 20 jaar weten de financiele markten niets beter weten dan dat elk economisch probleem, of het nu de internet bubble, de schuldencrisis of Brexit is, wordt beantwoord met monetaire verruiming. Veel beleggers hebben nog nooit een krap monetair beleid meegemaakt.

Het feit dat nu bijna alle Europese staatsobligaties met negatieve yields worden verhandeld, kan alleen door de enorme financiele repressie van de ECB worden verklaard. Markten zijn niet in staat zelfstandig dit soort perverse effecten te genereren. Alles wijst er op dat de rente tot ver onder het evenwichtsniveau is gedaald. Het feit dat geld lenen tegenwoordig geen geld kost, maar geld oplevert, moet geheel op het conto van de ECB worden geschreven.

**Oprekking van het mandaat van prijsstabiliteit.**

Volgens het Verdrag van Maastricht heeft ECB heeft slechts één doelstelling: het bevorderen van prijsstabiliteit. Oorspronkelijk definieerde de ECB prijsstabiliteit als jaarlijkse prijsstijging beneden de 2%. Sinds 2003 is de definitie verruimd tot ‘inflatie van beneden, maar dichtbij 2%[[6]](#endnote-7)’. Recent heeft ECB-president Draghi gezegd dat tijdelijke overschrijding van de 2% ook een acceptabele inflatiedoelstelling is. De Federal Reserve en de Japanse centrale bank streven een vergelijkbare inflatiedoelstelling van 2% na.

Waarom jaagt de ECB een jaarlijkse prijsstijging van ‘dichtbij 2%’ na? De belangrijkste reden is ‘een adequate marge te bieden om de risico’s van deflatie te verminderen’[[7]](#endnote-8). De vrees is dat indien de prijsstijging (en daarmee de rente) te laag zijn, de centrale bank in de toekomst 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 de prijsstijging en de rente niet te laag zijn.

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 2%. 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 2% binnen iets meer dan een generatie tot een halvering van de waarde van een munt leidt[[8]](#endnote-9).

Alle onconventionele maatregelen van de ECB sinds 2008 zijn gerechtvaardigd met de doelstelling te voorkomen dat de Eurozone in een deflatoire spiraal terecht zou komen. De vrees werd geuit 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, toen deflatie en daling van het BBP met name in de Verenigde Staten hand in hand gingen, speelde hierbij een belangrijke rol.

Maar het is de vraag hoe erg een milde deflatie nu eigenlijk is. In de tijd dat de prijs van computers jaarlijks met 10-20% 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* zijn er evenmin van overtuigd dat deflatie per sé een perfide uitkomst heeft. Op grond van een analyse van deflatie-episodes over een periode van 140 jaar in 38 landen concluderen zij dat er geen struktureel verband is tussen deflatie en persistente recessies[[9]](#endnote-10). Zij concluderen dat de Grote Depressie in de Verenigde Staten atypisch was.

Ten derde heeft de Eurozone na het uitbreken van de crisis in 2008 de Eurozone slechts twee kwartalen van zeer milde deflatie gekend. Eén van die episodes vond plaats vóór het begin van het onconventionele beleid in 2014 zonder dat het dramatische gevolgen had. Ook is kwestieus waarom in 2017 en 2018 nog steeds monetair plankglas werd gegeven terwijl de inflatie tussen de 1-2% zweefde en de economie duidelijke tekenen van herstel vertoonde.

In het verleden waren centrale bankiers buitengewoon tevreden met een inflatie van 1%. Waarom zou dat nu niet het geval zijn? Het feit dat de ECB een gigantisch arsenaal aan onconventionele middelen heeft ingezet om de inflatie krampachtig naar 2% te brengen, duidt er op dat er ook andere, onuitgesproken doelstellingen werden nagestreefd.

**No-bailout clausule Verdrag van Maastricht de facto geschonden**

Het werkelijke probleem in Europa was niet het deflatiegevaar, maar de zorgen over de houdbaarheid van de staatsschulden van een aantal Eurozonelanden[[10]](#endnote-11). 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 direkte garantstelling van staatsschuld door de ECB zou een flagrante schending betekenen van de ‘no bail-outclausule’ van het Verdrag van Maastricht. Daarom werd in september 2012 een monetaire rechtvaardiging aan de mogelijke opkoop van staatsschuld door de ECB verbonden. De redenering was dat de volgens de ECB ‘ongefundeerde’ (sic) zorgen van investeerders over het mogelijke uiteenvallen van de Eurozone het voor de ECB onmogelijk maakte de voordelen van haar lage-rentebeleid 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 onder voorwaarden hun staatsschuld te garanderen.

Het verwrongen karakter van deze redenering werd onderstreept door de titel die aan dit beleid werd gegeven. Het mogelijke opkopen van staatsschuld werd aangeduid als ‘*Outright Monetary Transactions’*[[11]](#endnote-12), hoewel deze ‘onmiskenbaar monetaire transacties’ de facto transacties met een onmiskenbaar budgettair karakter zouden zijn geweest.

Om het gevaar van *moral hazard* van de OMT-faciliteit te beperken, werd er de voorwaarde van een strikt budgettair saneringsbeleid aan 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 zgn. *quantitative easing*. Omdat deze opkoop van staatsschuld zonder enige vorm van conditionaliteit plaatsvond, heeft geen enkele lidstaat een beroep hoeven doen op *Outright Monetary Transactions*.

Deze *quantitative easing* werd wederom gerechtvaardigd met het oogmerk de inflatie aan te wakkeren. Maar het neveneffect dat hierdoor de volatiele markt van eurozone staatsobligaties werd gekalmeerd was in de ogen van de ECB op zijn minst een gunstig neveneffect. 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 (in ieder geval door Nederland) voor mogelijk werd gehouden. Van een land als Italie zijn nog maar weinig staatsobligaties op de vrije markt verkrijgbaar, hetgeen verklaart waarom deze riskante leningen toch een zeer lage yield hebben.

Ook als wordt erkend dat de ECB niet erg recht in de leer is geweest, kan worden beargumenteerd dat nood nu eenmaal wet breekt. Bovendien is het een feit dat de ECB tijdens het dieptepunt van de financiele crisis één 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 de ECB-beleid bepaald niet uniek was en min of meer kopieerde wat de centrale banken van Amerika, Japan en het VK hebben gedaan.

Ik erken deze feiten, maar naar mijn mening is het ECB-beleid ernstig doorgeschoten. Binnen de Eurozone is het *moral hazard* van het onconventionele monetaire beleid duidelijk zichtbaar. Vooral het feit dat de opkoop van staatsobligaties uiteindelijk zonder enige vorm van conditionaliteit heeft plaatsgevonden heeft er waarschijnlijk toe bijgedragen dat het hervormingsproces in een land als Italie volledig is gestokt. In zekere mate heeft de ECB de riskante situatie in Italie aan haar eigen toegeeflijkheid te danken. De ‘no-bail out’-clausule van het Verdrag van Maastricht is materieel door de ECB geschonden.

**Hoe nu verder?**

Het eerste wat moet gebeuren is dat de ECB de verantwoordelijkheid van haar beleid voor de lage rente en de negatieve gevolgen voor de financiele stabiliteit duidelijk erkend.

Ten tweede dient de ECB terug te keren naar de oorspronkelijk inflatiedoelstelling van een prijsstijging van beneden de 2% (in plaats van dichtbij 2%). Er is niets mis met een inflatie van 0-1%. Het onophoudelijk najagen van een inflatie van dichtbij 2% heeft tot zeer perverse resultaten geleid.

Ten derde zou de ECB een duidelijk tijdpad moeten uitzetten voor normalisering van het monetaire beleid en verhoging van de rente. Dit zou geleidelijk moeten gebeuren, om bedrijven en overheden de tijd te geven hun schuldenlast te verlagen. Maar de boodschap moet helder zijn dat de ECB niet tot in het oneindige bereid zal zijn bij te springen.

Ten vierde moet meer conditionaliteit aan het ECB-beleid wordt verbonden. Zo zouden aan het doorrollen van de door de ECB opgekochte staatsschuld voorwaarden van strukturele hervormingen kunnen worden verbonden in de landen waarvan de staatsschuld onhoudbaar groot is.

**Slotwoord**

De recente besluitvorming van de ECB laat echter zien dat de kansen dat het centrale bankbeleid daadwerkelijk zal worden genormaliseerd zeer klein zijn, te meer omdat niet alleen de ECB de weg is kwijtgeraakt in economisch niemandsland. Onlangs heeft de Federal Reserve haar speurtocht naar normalisering van het beleid onderbroken en zelfs de rente weer verlaagd. Dit ondanks het feit dat de Amerikaanse werkloosheid zeer laag is en de economie zeer goed draait.

Sinds de teloorgang van het Bretton Woods systeem van vaste wisselkoersen is er geen enkel anker meer in het internationale monetair beleid. Op dit moment zijn de facto de centrale banken verwikkeld geraakt in een vicieuze cirkel van ‘competitive devaluation’, net als in de jaren dertig.[[12]](#endnote-13) Geen enkele centrale bank durft krachtig de weg terug naar normalisering in te slaan, uit angst de concurrentiepositie van zijn economie te schaden. In plaats daarvan zien we een ‘race to the bottom’.

In plaats van normalisering is de kans groter dat centrale banken in een nieuwe crisissituatie nog extremer beleid gaan voeren. Veel economen (met name die uit de asset management industrie) pleiten ervoor dat de centrale banken helicoptergeld gaan rondstrooien om de economie te stimuleren.[[13]](#endnote-14)

Om de zeer forse risico’s van het monetaire beleid te keren, zal dit onderwerp veel hoger op de politieke agenda moeten komen dan tot dusverre het geval is geweest. Ik snap dat het politiek riskant is een probleem aan te kaarten waarop je op korte termijn weinig invloed hebt. Je kweekt dan politieke onrust zonder er onmiddellijk veel aan te kunnen. Maar vroeg of laat zal de politiek toch met de onverteerbare consequenties worden geconfronteerd. Het is daarom beter de discussie voluit aan te gaan.

1. Overzicht Financiele Stabiliteit in Nederland, Juni 2019 [↑](#endnote-ref-2)
2. Zie bijv.: Larry Summers, Low real rates, secular stagnation & the future of stabilization policies. Speech at the Bank of Chili Research Conference, 20 November 2015. Het is opmerkelijk hoe invloedrijk deze theorie is, ondanks dat de heer Summers harde kritiek vlak voor de kredietcrisis nog harde kritiek uitoefende op wetenschappers die waarschuwden voor de enorme risico’s in de wereldeconomie. [↑](#endnote-ref-3)
3. Mark Carney, Resolving the climate paradox, speech 22 September 2016, Berlin [↑](#endnote-ref-4)
4. Claudio Borio et. Al. Why so low for so long? A long-term view of real interest rates. BIS Working Papers no 685. December 2017 [↑](#endnote-ref-5)
5. Zie: William R. White: Ultra-Easy Money: Digging the hole deeper? Adam Smith Prize Lecture National Association of Business Economists Atlanta, Georgia 11 September, 2016 [↑](#endnote-ref-6)
6. Deze inflatiedoelstelling is vergelijkbaar met, maar iets krapper dan die Amerikaanse en Britse centrale banken, die beide ronduit naar 2% inflatie streven. Bovendien hebben de FED en de Bank of England de taak bij te dragen aan werkgelegenheid. [↑](#endnote-ref-7)
7. ECB website: The definition of price stability [↑](#endnote-ref-8)
8. Paul Volcker, Keeping at it. The Quest for Sound Money and Good Government, 2018 [↑](#endnote-ref-9)
9. Claudio Borio et.al: The costs of deflations: a historical perspective. BIS quarterly Review March 2015, pp.31-54 [↑](#endnote-ref-10)
10. Dit wordt ook expliciet erkend door Draghi in een speech tot het Europees Parlement: ‘Debate about the Annual Report, Straatsburg, 15 januari 2019 [↑](#endnote-ref-11)
11. ECB Monthly Bulletin, October 2012 [↑](#endnote-ref-12)
12. Zie toespraak Jacques de Larosiere G7 High Level Conference, Parijs, 16 Juli 2019 [↑](#endnote-ref-13)
13. Zie bijv.: Philipp Hildebrand: Central Banks will need new tools to combat the next downturn. Financial Times 2 September 2019 [↑](#endnote-ref-14)