

Er welt een rivier van geld op in Frankfurt

Posted on 30 mei 2020 by Felix van Litsenburg

De Europese Centrale Bank (ECB) moet financiële stabiliteit nastreven om aan haar opdracht van prijsstabiliteit te voldoen. Het doel van inflatie beteugelen is in tijden van Corona niet alleen onhaalbaar geworden, maar als de ECB dat doel blijft nastreven, kan het financiële system uit de rails lopen. En wil de ECB niet stilletjes meer Europa bouwen?

Zoals de meeste centrale banken heeft ECB het mandaat om prijsstabiliteit in toom te houden en, secondair, om werkgelegenheid en groei te ondersteunen. Het huidige streven is “dichtbij, maar onder de twee procent inflatie op de middellange termijn”. Positieve inflatie jaagt consumptie en investeringen aan, maar door het laag te houden vermijdt je de misère van hyperinflatie.

Deze “tweeprocentdoelstelling” schept wel enige verwarring omdat het op cruciale punten een beetje vaag is. Wat is de middellange termijn, twee jaar of vijf jaar? Is 1,5% dichtbij genoeg, of toch liever 1,9%?

Mario Draghi, de voorganger van ECB-president Christine Lagarde, zag de inflatie

het liefst zo dicht mogelijk tegen de twee procent. Dit ging tegen de voorkeur in van politici uit onder andere Nederland en Duitsland, maar voor landen met hoge staatsschulden verlichtte het de last van het aflossen. De ECB is onafhankelijk, dus Draghi kon zich ongehinderd op zo dicht mogelijk bij de twee procent richten.

Ook midden in de huidige crisis blijft dit de leidraad. Dit blijkt uit een interview van de Financial Times met Isabel Schnabel, die sinds januari aan het hoofd van het opkoopprogramma van de ECB staat.

Een onmogelijke opgave

De ECB ziet inflatie op de lange termijn als een puur monetair fenomeen: prijzen zijn volkomen afhankelijk van de hoeveelheid euro's in omloop. Op de korte termijn erkent de ECB dat de inflatie sterk door andere factoren beinvloed wordt.

Laten nu net deze factoren de komende tijd volatiel en onvoorspelbaar zijn. Door toenemende werkloosheid en recessie zullen de prijzen dalen. Daarentegen zijn de leveringsketens onderbroken, waardoor productiekosten en dus prijzen wellicht weer stijgen. De lage olieprijs werkt dan weer deflationair, maar wie weet of Rusland en Saoedi Arabië het morgen weer bijleggen en de prijzen stijgen. Fiscaal beleid kan de vraag weer stutten, maar een munt als de euro is afhankelijk van de begrotingen van negentien eurolanden, om maar niet te spreken van belangrijke handelspartners. Een structurele verschuiving naar thuiswerken zal ook de prijzen beinvloeden.

De ECB *had* de laatste jaren al weinig succes met het bereiken van de beoogde twee procent inflatie. Nu dat de situatie nog troebeler is geworden, kan de ECB op de korte termijn weinig betekenen. Het grote risico is dat ze dat wél zal proberen.

De ECB kan nu alleen maar bubbels creeeren

Het beleid van de ECB heeft niet tot de gehoopte inflatie van consumentenprijzen geleid, maar wel tot overwaardering van activa. Daar zijn ook andere oorzaken voor aan te wijzen, zoals bijvoorbeeld de spaaroverschotten van een vergrijzende samenleving. Echter erkent de ECB zelf dat monetair beleid er aan heeft bijgedragen. In Nederland wordt de huizenmarkt expliciet genoemd. De coronacrisis lijkt deze imbalansen nog verder te vergroten.

De doorwerking van monetair beleid naar inflatie zal alleen nog maar lastiger worden door de coronacrisis. Normaliter moedigt een lage rente banken aan om meer geld uit te lenen, maar tijdens een crisis kan dat anders lopen. Goedkoop krediet of niet, banken zullen geen geld uitlenen aan bedrijven die zélf onzeker zijn of ze nog kunnen blijven bestaan. Maar een lage rente kan er wel voor zorgen dat bijvoorbeeld pensioenfondsen naar risicovollere investeringen gaan kijken.

De rivier van geld die vanuit de ECB opwelt, is op een paar punten ingedamd. Door nu door te blijven pompen, of harder te pompen, riskeert de ECB een damdoorbraak. De eerste barstjes zouden zelfs bij de ECB zelf kunnen verschijnen, als zij te veel staatsschuld op de eigen balans heeft.

Te lang vasthouden aan macroeconomische dogma's

Inflatie als doelstelling van monetair beleid is sinds de jaren negentig in zwang. Het zal niet het eerste dogma zijn waar te lang aan werd vastgehouden. De gouden standaard zult u zich waarschijnlijk niet herinneren, maar Bretton Woods mogelijk wel.

In 2012 blikte Mervyn King terug op de financiele crisis, toen hij gouverneur van de Bank of England was. Hij beschreef situaties waar het nastreven van inflatiedoelstellingen ondergeschikt zouden kunnen zijn aan financiele stabiliteit. Dit zag hij vooral als een langere periode van lage inflatie, positieve conjunctuur, en een lage rente die tot risicovollere beleggingen leidt. Oftewel: de afgelopen paar jaar.

Wat is er een grotere misser: dat de ECB een aantal jaar een halve procentpunt onder de 2% zakt, of dat de prijzen volgend jaar met 5% schommelen? Voor de Europese burger maakt het weinig uit of de inflatie 1% of 2% is, zolang er maar stabiliteit is. Door dwangmatig op twee procent te mikken, creeert de ECB misschien wel de omstandigheden voor echt heftige schommelingen.

Een nieuw paradigma

Na een kwart eeuw wordt het tijd om de doelstellingen van de ECB te herzien. Dit vereist overigens geen nieuw Verdrag van Maastricht. De tweeprocentdoelstelling stamt uit 1998 en werd bevestigd in mei 2003 door de raad van bestuur van de

ECB, na een “strategic review”. Het is de *interpretatie* van het echte mandaat van de ECB: om prijsstabiliteit te waarborgen en, als het even kan, ook nog werkgelegenheid en positieve conjunctuur.

Een nieuwe interpretatie moet meer de nadruk leggen op financiële stabiliteit als vereiste voor prijsstabiliteit. Na de kredietcrisis heeft de ECB al meer macroprudentiële bevoegdheden gekregen. Nu moet ze herevalueren of ze die niet zélf voor de voeten loopt.

Daarnaast zou een nieuwe interpretatie ook transparentie scheppen. Eerder gaf ik al aan dat de huidige vormgeving zélf vaag is en op meerdere manieren geïnterpreteerd kan worden. De recente aanvaring met het Duitse Constitutionele Hof toont verder scepticisme aan: richt de ECB zich wel écht op de inflatiedoelstelling, of op de fundamenten van ons financieel systeem? Of is verdere Europese eenwording ook een onuitgesproken doel, zoals Isabel Schnabel schijnt te suggereren? Open kaart spelen is de beste manier om de markt gerust te stellen en het vertrouwen in de ECB in stand te houden.