

# Monetaire paniek

Het koor van criticasters van de ECB en haar president, Mario Draghi, zwelt aan na het laatste ECB besluit tot verruiming van het opkoopprogramma, verdere renteverlaging en een nieuwe ronde lange-termijnfinanciering voor banken. Oud-president Wellink van DNB noemde Draghi een 'kamikazepiloot', staatssecretaris van Financiën Wiebes kijkt 'boos', een CDA-Kamerlid noemde het besluit 'buitengewoon onverantwoord' en de hoofdcommentaren van *NRC*, *VK* en *FD* waren unaniem in hun afwijzing.

De toon wordt schriller. Het moet over en uit zijn met kwantitatieve verruiming (QE, *quantitative easing*) en lage rentes. De wereld moet uiteindelijk weer normaal worden: positieve

rentes! Het ECB-beleid zou de economie niet stimuleren, terwijl de financiële markten wel worden ontwricht door bubbels. Het monetaire debat ontspoot, aangezien de economie van de liquiditeitsval niet wordt begrepen.

De reële rente – de nominale rente gecorrigeerd voor verwachte inflatie – is de belangrijkste prijs die moet zorgen voor evenwicht tussen besparingen en investeringen in de economie. De keerzijde van evenwicht op de kapitaalmarkt – via de wet van Walras – is dat de vraag in de economie gelijk wordt aan het aanbod. De bestedingen nemen immers toe wanneer de rente daalt via een hogere consumptie, investeringen en netto-exporten – de laatste via een depreciatie van de wisselkoers. De rente zorgt ervoor dat de effectieve vraag gelijk wordt aan het aanbod.

Mensen die roepen dat de wereld uiteindelijk weer normaal moet worden, en vinden dat de rente positief hoort te zijn, negeren de wetten van vraag en aanbod. Omdat veel wordt gespaard en weinig wordt geïnvesteerd, kan nu alleen een negatieve reële rente zorgen voor macro-economisch evenwicht. Het is daarom geen 'recht' van spaarders om rente te ontvangen.

Het probleem is dat de nominale rente in een geldeconomie niet ver onder nul kan dalen. Dit is de liquiditeitsval. Wanneer over spaartegoeden of obligaties rente moet worden betaald, gaan mensen hun vermogen cash aanhouden. Wanneer nominale rente onvoldoende daalt, worden spaaroverschotten niet weggevoerd. Het spiegelbeeld is dat vraagtekorten blijven bestaan.

Alleen verwachte inflatie of economische krimp kunnen dan nog zorgen voor macro-economisch evenwicht (Krugman, 1998). Verwachte inflatie verlaagt de reële rente.



**BAS JACOBS**

Bijzonder hoogleraar aan de Erasmus Universiteit Rotterdam en voorzitter van de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde

Daardoor nemen besparingen af en stijgen consumptie, investeringen en exporten. Als in de toekomst het monetaire beleid niet ruimer wordt, en de prijzen morgen niet stijgen, dan moeten de prijzen vandaag dalen. En wanneer prijzen rigide zijn, zorgt economische stagnatie voor lagere besparingen, waardoor het spaaroverschot ook verdwijnt. Een economie in de liquiditeitsval bereikt daarom alleen macro-economisch evenwicht door economische stagnatie of deflatie. En dat is precies wat we nu zien.

Het is dus terecht dat de ECB de economie wil stimuleren, maar zolang ze zich aan haar mandaat houdt, zal QE niet veel kunnen helpen. QE is impotent wanneer het wordt teruggedraaid voordat de economie

uit de liquiditeitsval is ontsnapt. QE komt dan slechts neer op het inwisselen van de ene vermogenstitel met nul rente – obligaties – voor een andere vermogenstitel met nul rente – geld. De inflatie neemt niet toe en de reële rente daalt niet. Macro-economisch gebeurt er niets.

Onconventioneel monetair beleid kan de economie alleen stimuleren wanneer de ECB zich committeert om 'onverantwoordelijk' te zijn en de toekomstige inflatie laat toenemen tot boven de twee procent, door QE niet (volledig) terug te draaien (Krugman, 1998). Dat is monetaire financiering van staatsschuld of 'helikoptergeld'. De ECB kan de beleidsrentes ook langdurig laaghouden ('voorwaarts commitment') of een hogere toekomstige inflatiedoelstelling dan twee procent nastreven. Het Verdrag van Maastricht verbiedt echter dit monetaire beleid, dat economie wel kan stimuleren.

Zolang de ECB binnen haar mandaat blijft, kan QE niet goed werken. Onconventioneel monetair beleid werkt alleen wanneer de ECB buiten haar mandaat treedt met helikoptergeld, voorwaartse sturing of een hogere inflatiedoelstelling. Misschien is dit waar Draghi uiteindelijk op aanstuurt: wie zal het zeggen. Alleen een hogere inflatie kan de kwakkelende economie stimuleren, ook omdat de reële waarde van hoge publieke en private schulden daalt. Gezien het gevaar van stagnatie en deflatie is het terecht dat de ECB doet wat ze kan, vooral omdat overheden zichzelf budgettair hebben gecastreerd. Het Nederlandse debat is helaas gekaapt door monetaire paniekzaaiers die niet weten wat ze niet weten.

Krugman, Paul (1998), "It's baaack: Japan's slump and the return of the liquidity trap", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 137-205.