MONETAIR

Maakt de ECB zijn beleid nodeloos ingewikkeld?

Eindelijk goed nieuws voor de ECB: in januari schoot de inflatie naar 0,9%, na zes maanden waarin het algemeen prijspeil onophoudelijk was gedaald. Bovendien verwachten de meeste economen dat de inflatie dit jaar verder oploopt richting 2%, de doelstelling van de ECB. Het is jaren geleden dat de centrale bank die nog eens heeft gehaald. Toch is er geen reden voor euforie. Het inflatiecijfer was vertekend door tijdelijke factoren.



PAGINA 10





Daan Ballegeer is redacteur economie en Marcel de Boer is redacteur banken van Het Financieele Dagblad



MONETAIR

Maakt de ECB zijn beleid nodeloos ingewikkeld?

De inflatie in de eurozone is te laag, vindt de Europese Centrale Bank. Opkoopprogramma's, bakken goedkoop geld en strafrentes moeten daar iets aan veranderen. Maar de resultaten blijven uit. Is het sop de kool waard?

In het kort

- De ECB probeert de inflatie duurzaam op te krikken, voorlopig tevergeefs.
- De centrale bank heeft de afgelopen jaren heel wat nieuwe instrumenten ontworpen.
- Het risico bestaat dat de neveneffecten schadelijker zijn dan het beoogde effect.

Eindelijk goed nieuws voor de ECB: in januari schoot de inflatie naar 0,9%, na zes maanden waarin het algemeen prijspeil onophoudelijk was gedaald. Bovendien verwachten de meeste economen dat de inflatie dit jaar verder oploopt richting 2%, de inflatiedoelstelling van de ECB. Het is al jaren geleden dat de centrale bank die nog eens heeft gehaald.

Toch is er geen reden voor euforie. Het inflatiecijfer was vertekend door tijdelijke factoren, zoals het aflopen van een btw-verlaging in Duitsland. Ook in de verwachtingen schuilt een fata morgana. De komende inflatiecijfers zijn immers vertekend door de crash van de olieprijzen bij de start van de pandemie vorig jaar. Het prijspeil in maart zal daardoor een stuk hoger liggen dan dat van twaalf maanden eerder.

'We mogen deze kortetermijnontwikkelingen niet verwarren met een duurzame stijging van de inflatie', waarschuwde ECB-directielid Isabel Schnabel. 'We worden geconfronteerd met een erg zwakke vraag. Daarom zijn we nog altijd meer bezorgd over een te lage inflatie dan over een te hoge inflatie.' De ECB verwacht dat de inflatie tot en met 2023 lager blijft dan de doelstelling.

STANDAARDRECEPT WERKT NIET

Hoe komt het dat de ECB er maar niet in slaagt de inflatie op te krikken? Om te beginnen werken de oude wetmatigheden niet meer. Het standaardrecept om inflatie aan te jagen, is het verlagen van de beleidsrente. Een lagere rente op korte termijn moet in theorie ook geld op de langere termijn goedkoper maken. Als dat gebeurt, krijgen bedrijven en burgers prikkels om meer te lenen. Hogere investeringen en meer consumptie geven de economie een zwengel. De hogere vraag naar producten, diensten en arbeidskrachten drijft hun prijzen op, waardoor inflatie ontstaat.

Tot januari 2013 werkte dat mechanisme behoorlijk, maar daarna ging het stokken. Hoewel de ECB stelselmatig de schaar zette in de beleidsrente, bleef de inflatie hardnekkig laag. Daar zijn verschillende verklaringen voor geopperd. Zo is het aantal wereldwijd beschikbare arbeidskrachten de afgelopen dertig jaar verdubbeld, onder meer door de babyboomers en het groeiende belang van China en Oost-Europa voor de wereldhandel. Dat zou de onderhandelingsmacht van werknemers hebben verlaagd, omdat te hoge looneisen hun baan in gevaar kan brengen. Het gevolg: lagere inflatie.

VS KRIJGEN INFLATIE WEL OMHOOG

Overigens vindt niet iedereen dat problematisch. De ECB kan beter achteroverleunen en genieten van deze periode van lage inflatie, meent de Britse centralebankexpert Charles Goodhart bijvoorbeeld. Daaraan zal door ontwikkelingen zoals vergrijzing en een groter protectionisme snel genoeg een einde komen, aldus de emeritus hoogleraar aan de Londen School of Economics.

'Hoewel ik denk dat structurele factoren zoals vergrijzing kunnen verklaren waarom de inflatie structureel laag is, verklaart het niet waarom de VS er ondanks diezelfde structurele factoren wel in geslaagd zijn om de inflatie omhoog te krijgen', zegt Jakob de Haan, hoogleraar economie aan de Rijksuniversiteit Groningen en voormalig hoofd onderzoek bij De Nederlandsche Bank. 'Wat Goodhart zegt, kan dus nooit het hele verhaal zijn.'

De ECB was onder het leiderschap van Mario Draghi (2011-2019) niet bang te experimenteren. Zo lanceerde de bank in Frankfurt verschillende opkoopprogramma's van schuldpapier (QE), kregen Europese banken duizenden miljarden toegestopt via langlopende leningen — *teltro's* in het jargon — en worden banken die niet genoeg leningen doorplaatsen naar burgers en bedrijven daarvoor bestraft.

De set ECB-maatregelen om de inflatie aan te jagen is complex en sommige werken tegen elkaar in.
ILLUSTRATIE: ISTOCK / FD STUDIO

> **'De kosten van wonen komen onvoldoende in de inflatiecijfers tot uitdrukking'**
>
> **Jakob de Haan**
> hoogleraar economie Groningen

> **'Waar is al het geld dat in de economie is gepompt gebleven?'**
>
> **Teunis Brosens**
> econoom ING

Heiligt het doel de middelen? De Haan vindt van niet. 'Weet je wat ik de hoofdeconoom van een Nederlandse bank onlangs hoorde zeggen? "Bedrijven kunnen bij ons aankloppen voor krediet, maar ze doen het niet." Daar ga je dan, met al je maatregelen om de kredietverlening te stimuleren. Het werkt toch maar heel beperkt. Niettemin beweert de ECB de laatste jaren bij elke nieuwe maatregel dat de inflatie erdoor op termijn naar haar doelstelling zal gaan. Terwijl dat niet één keer is uitgekomen! Dan verlies je je geloofwaardigheid.'

De complexiteit is daardoor ondertussen wel enorm toegenomen. 'Het is onbegonnen werk om nog aan een breed publiek uit te leggen hoe monetair beleid werkt', zucht De Haan. 'Leg een leek maar eens uit wat een *targeted teltro* is. Gekkenwerk.'

Econoom Teunis Brosens van ING merkt op dat verschillende instrumenten van de ECB bovendien tegen elkaar in werken. 'De centrale bank pompt veel geld in het financiële systeem in de hoop dat banken het gaan doorzetten naar bedrijven en burgers in de vorm van meer leningen. Als bijeffect hiervan nemen de tegoeden van banken bij de ECB toe, waarover ze een strafrente betalen. Maar omdat dit de winstgevendheid van de banken ondermijnt, compenseert de ECB daar weer voor, door een deel van het tegoed vrij te stellen van die strafrente. Zo stapelen de maatregelen zich op en maakt Frankfurt het zichzelf erg moeilijk.'

WOONKOSTEN EN INFLATIECIJFER

In plaats van zijn beleid steeds complexer te maken, zou de centrale bank volgens De Haan beter het inflatiecijfer zelf onder de loep nemen. 'De kosten van wonen komen onvoldoende in de inflatiecijfers tot uitdrukking. De reden daarvoor is dat Eurostat enkel rekening houdt met huurprijzen, en dus niet met de uitgaven van wie in zijn eigen woning woont. In Nederland zijn de woninguitgaven een belangrijke kostenpost, en we weten allemaal dat die de afgelopen jaren flink zijn gestegen.'

Dergelijke aanpassingen zouden het inflatiecijfer verhogen, en dus minder kunst- en vliegwerk vereisen. Ook kunnen de prijzen van allerhande effecten meegewogen worden. 'Dat zou economisch verstandig zijn', denkt Brosens. 'Want waar is al het geld dat in de economie is gepompt gebleven? In aandelen, in obligaties en ook de huizenmarkt.'

Hij merkt daar wel onmiddellijk bij op dat deze vermogensinflatie, *asset-price inflation*, heel volatiel is. 'Stel dat we de AEX in het inflatiemandje zouden stoppen, of de huizenprijzen die toch ook zo 10% kunnen stijgen in een jaar, dan wordt het voor een centrale bank lastig sturen. Te meer omdat het monetair beleid met vertraging doorwerkt.'

€7000 MRD OP BALANS ECB

De balans van de ECB is ondertussen door de aankopen van staats- en bedrijfsobligaties aangezwollen tot meer dan €7000 mrd. Hoe zorgwekkend is dat? 'Als dit lang doorgaat, bestaat het gevaar dat de centrale bank uiteindelijk nog als enige bepaalt wat de rentetarieven zijn', waarschuwt Nikolaj Schmidt, internationaal hoofdeconoom van de Amerikaanse vermogensbeheerder T. Rowe Price.

Idealiter geeft de rente op een bedrijfsobligatie aan wat de verwachte verliezen daarop zijn, legt hij uit. 'Is de ECB echt het meest geschikt om dat nog als enige in te schatten? Ik denk het niet. Het gevolg zijn verkeerd geprijsde kredieten, waardoor beleggers onvoldoende worden gecompenseerd voor de risico's die ze nemen.'

Zullen potentiële kopers van dat schuldpapier daar dan niet gewoon de neus voor ophalen? Schmidt wijst erop dat de verschillende niches van de financiële markten met elkaar verbonden zijn. 'Als een centrale bank de rentes drukt op de obligatiemarkt, heeft dat ook elders gevolgen. Waar kunnen die stakende kopers naartoe gaan? Neem bijvoorbeeld aandelen. Ook die zullen dan veel te duur zijn.'

Veel bedrijven die onder normale omstandigheden zouden omvallen, kunnen dankzij de lage marktrentes blijven bestaan. Dit verstoort de concurrentieverhoudingen in de economie, wat op den duur volgens economen een wissel zal trekken op de groeikracht. Brosens stelt: 'Als het beleid niet blijkt te werken, maar wel allerlei neveneffecten heeft, dan moet je je wel degelijk afvragen of je op het huidige pad door wil blijven gaan.'

Over anderhalve week komt het bestuur van de ECB in vergadering bijeen. Beleidswijzigingen worden niet verwacht.

Lees zaterdag in het FD een interview met Peter Praet. De voormalige hoofdeconoom van de ECB geldt als de architect van het huidige beleid.