

# De keuze voor Christine Lagarde als toekomstig ECB-president kwam helemaal niet onverwacht



Coen Teulings is universiteitshoogleraar economics, institutions and society, Universiteit Utrecht. Reageer via [expert@fd.nl](mailto:expert@fd.nl).



Vorig jaar, op 22 augustus 2018, verscheen er een opmerkelijk artikel in deze krant: 'Merkel wil liever een Duitser als voorzitter van de Europese Commissie (EC) dan als ECB-president'. Het FD schreef dit bericht op basis van een artikel in het Duitse Handelsblatt, met verwijzing naar bronnen in Berlijn en Brussel. In het artikel werden diverse Duitse kandidaten voor het EC-voorzitterschap genoemd, onder anderen Ursula von der Leyen. Daarmee leken de kansen van Bundesbank-president Jens Weidmann om Mario Draghi bij de Europese Centrale Bank (ECB) op te volgen verkeken.

Dit soort berichten verschijnt meestal met een goede reden. De naam van Ursula von der Leyen ging toen al rond, overigens net als die van Christine Lagarde. Ik ben er niet bij geweest, maar het zou mij niets verbazen als de Duitse bondskanselier Angela Merkel en de Franse president Emmanuel Macron haar kandidatuur toen al hebben besproken. In mijn ogen lag de keuze voor Lagarde vanuit het gezichtspunt van Merkel namelijk voor de hand.

Desondanks is die keuze recent in de Volkskrant en in NRC Handelsblad met verbazing en zelfs afkeuring besproken. Wat voor Angela Merkel een vanzelfsprekende keuze was, werd afgeschilderd als haar nederlaag. In Nederland bestaat het beeld dat binnen de eurozone een front bestaat van Duitsland, Nederland en enkele kleinere landen tegen het beleid van Draghi en de spilzieke Zuid-Europese lidstaten. Laten we het eufemistisch zeggen: dat beeld behoeft nuancering.

## HOEKSTEEN

Het voortbestaan van de Europese Unie (EU) en de eurozone zijn altijd een hoeksteen geweest van Merkel's beleid (overigens net als voor de grote meerderheid van de Nederlandse kiezers). Op het hoogtepunt van de eurocrisis, in de zomer van 2012, kon alleen een onvoorwaardelijk steun van de ECB de euro overeind houden. Draghi's befaamde 'Whatever it takes'-speech bracht precies dat. De ECB beloofde alles wat nodig was in stelling te brengen om de euro te verdedigen. Zonder de stilzwijgende steun van de bondskanselier had zo'n speech nooit gehouden kunnen worden.

Het toenmalige verzet van Bundesbank-president Weidmann tegen het beleid van Draghi moet daarom



ILLUSTRATIE: HEIN DE KORT VOOR HET FINANCIËLE DAGBLAD

in Berlijn met gemengde gevoelens zijn bekeken. Enerzijds gaf het een uitlaatklep aan de oppositie tegen dergelijk beleid, die in Duitsland sinds de hyperinflatie van 1923 altijd heeft bestaan. Maar anderzijds voedde het de argwaan tegen de ECB. Het lage rentebeleid werd opgevat als diefstal van spaarders. In Nederland lag dit niet veel anders.

Zoals econoom Simon Tilford anderhalf jaar terug in een artikel in Foreign Policy heeft betoogd, was de benoeming van Weidmann als opvolger van Draghi daardoor praktisch uitgesloten. Het had voor grote onzekerheid op de financiële markten gezorgd over het toekomstige beleid van de ECB en zou daarmee de economie van de eurozone schade hebben toegebracht. Met het bericht in Handelsblatt, van augustus 2018, heeft Merkel dit probleem geruisloos opgelost. De financiële markten waren sindsdien overtuigd dat Draghi's beleid ook na zijn vertrek zou worden voortgezet.

De wereld wordt de laatste 30 jaar overspoeld door een stortvloed van besparingen uit Japan, China en de eurozone. In die delen van de wereld spaart de uitzonderlijk grote leeftijdsgroep van 45 tot 70 jaar voor zijn pensioen.

Deze stortvloed van besparingen drukt de reële rente wereldwijd onder nul. Japan loopt qua demografie 15 jaar op ons voor. Wat daar de afgelopen 15 jaar is gebeurd staat ons nog te wachten. De reële rente blijft dus nog jaren laag. Alleen zo kunnen vraag en aanbod op de kapitaalmarkt met elkaar in evenwicht worden gebracht. De gedachte dat er een soort natuurlijke reële rentevoet van 4% is, vindt geen enkele grond in de economische theorie.

De ECB heeft geen andere keus dan de nominale rente te laten aansluiten bij vraag en aanbod op de kapitaalmarkt. Zij loopt daarbij tegen een grens aan: de nominale rente kan niet te ver onder nul worden gezet, omdat mensen hun geld dan niet meer naar de bank brengen, maar in een oude sok stoppen. Vandaar de manmoedige pogingen van de ECB om de inflatie omhoog te brengen, zodat zelfs met een positieve nominale rente, de reële rente nog steeds voldoende negatief kan zijn (immers: de reële rente is nominale rente minus de inflatie).

Wat dat betreft verdient het pleidooi van Jens Weidmann (overigens ook van president Klaas Knot van De Nederlandsche Bank) voor een hogere loonstijging alle respect. Het zijn uit de

mond van centrale bankiers ongebruikelijke pleidooien, maar meer loonstijging en dus meer inflatie zijn dringend nodig wil de ECB effectief kunnen opereren. Het is ook goed nieuws dat Weidmann recentelijk zijn kritiek op andere punten van het ECB heeft genuanceerd. Het opent de weg voor Christine Lagarde om de publieke meningsverschillen over het ECB-beleid te beëindigen. Dat versterkt het publieke vertrouwen in de euro.

Daarmee is meteen een grote uitdaging voor De Nederlandsche Bank en voor de Nederlandse minister van Financiën geschetst. Brexit heeft laten zien wat er kan gebeuren als vooraanstaande kranten jarenlang schrijven dat alle kwaad uit Brussel komt. Vroeg of laat gaan lezers dat geloven en is de politieke schade niet te overzien. Dat geldt ook voor Nederland. Als toonaangevende kranten gedurende jaren schrijven dat de lage rente niet het gevolg is van de krachten van vraag en aanbod, maar van Italiaans bedrog in Frankfurt, dan heeft dat vroeg of laat politieke gevolgen. Aan Klaas Knot de schone taak om die kranten te overtuigen van de onjuistheid van hun argumenten. Want ten overvloede: de rente zal nog jaren laag blijven.

**De ECB moet de nominale rente wel laten aansluiten bij vraag en aanbod op de kapitaalmarkt**