

De economische gevolgen van het coronavirus zullen het Europese stabiliteitspact beproeven



ILLUSTRATIE: HEIN DE KORT VOOR HET FINANCIEELE DAGBLAD



Coen Teulings is universiteitshoogleraar economics, institutions and society, Universiteit Utrecht. Reageer via expert@fd.nl.



Welke verrassingen heeft het coronavirus de komende weken voor ons in petto? Zelf neem ik alle onrust het liefst met een korrel zout. Maar als we de reactie van de beurzen serieus nemen (en dat is meestal verstandig), dan wacht het groei- en stabiliteitspact van de eurozone komende maanden een serieuze vuurproef.

De VIX-index, de thermometer voor onzekerheid op de beurs, is de afgelopen twee weken gestegen van zijn normale niveau van 15% naar 40%. Zoveel onzekerheid op de beurs hebben we niet gekend sinds de eurocrisis. Vroeger was de economische wijsheid: als Duitsland niest, wordt Nederland verkouden. Die medische metafoor is actueler dan ooit, alleen de besmettingsbron is nu China.

Langzamerhand beginnen we te

begrijpen hoe belangrijk handelspartner China is; van niet geleverde medicijnen tot onverkochte bloemen en lege vliegtuigstoelen.

Na een dramatische beursweek waarin de koersen met 10% daalden, is de beurs dinsdag enigszins hersteld. De reden: centrale banken zeggen klaar te staan om in te grijpen. De Amerikaanse FED heeft de rente al met 0,5 procentpunt verlaagd. Wat kan de Europese Centrale Bank nog doen, nu de rente al een aantal jaren rond 0% staat?

ONMOGELIJK

Een tijd lang was het in Nederland goede gewoonte om voormalig ECB-president Mario Draghi te beschuldigen. Had hij de rente eerder verhoogd, dan had de ECB de economie nu met renteverlaging een steuntje in de rug kunnen geven, zo beweren Nederlandse analisten veelvuldig. Het is alsof iemand bepleit de vangrail weg te halen zodat je bij een ongeluk effectieve tegenmaatregelen kan nemen: de vangrail terugplaatsen.

Inmiddels is Draghi opgevolgd door Christine Lagarde. Vol verwachting werd uitgekeken naar de beleidsveranderingen die zij zou doorvoeren. Inderdaad, Lagarde pakt zaken anders aan. Ze is minder autoritair, meer gericht op het bereiken van overeenstemming. Qua beleid is alles echter bij het oude gebleven.

Sterker nog, waar veel Nederlandse analisten droomden over een afgezwakte inflatie-doelstelling, heeft zij die juist aangescherpt. Langzaam begint in Nederland het besef door te dringen dat verzet tegen het ECB-beleid een chauvinistisch dwaalspoor was. Lagarde's standvastigheid over de inflatie-

doelstelling is een zege.

De reële rente die voor evenwicht tussen vraag en aanbod op de kapitaalmarkt zorgt, is nu ongeveer drie procent in het rood. De reële rente is de nominale rente min inflatie. De beleidsrente van de ECB moet zo goed mogelijk bij de nominale rente aansluiten. Met twee procent inflatie hoeft de beleidsrente maar één procent negatief te zijn. Veel lager kan niet, want dan brengen mensen hun geld niet langer naar de bank.

Stel dat de inflatie nul procent was, dan zou de beleidsrente naar min drie procent moeten dalen om de kapitaalmarkt in balans te houden. Een beleidsrente van min drie procent is onmogelijk. Hetzelfde geldt als het coronavirus voor een serieuze recessie zorgt, zoals de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling voorspelt. Dan zakt de reële rente nog eens drie procent verder in het rood. Dan zou de ECB de beleidsrente met drie procent verder moeten verlagen. Opnieuw: onmogelijk.

Daarom heeft Lagarde meteen bij haar aantreden duidelijk gemaakt dat de ECB zo ver is gesprongen als zijn polsstok lang is. Nu is het de beurt aan anderen.

BINNENSKAMERS

Daar zit de uitdaging van de coronacrisis: die anderen, dat zijn de nationale overheden en de Europese Commissie. Als de renteverlaging niet meer kan zorgen voor evenwicht, dan moeten overheden het spaaroverschot uitgeven. Minister Wopke Hoekstra's investeringsfonds komt dus op het juiste moment. Echter, Hoekstra's koers blinkt niet uit door consistentie. Waar hij binnenslands de noodzaak

van extra bestedingen inziet, daar speelt hij in Europa de halsstarrige dwarsligger.

Tijdens de eurocrisis stond Nederland pal voor het stabiliteitspact, dat lidstaten bond aan strikte regels voor de overheidsfinanciën: een structureel tekort van hoogstens 0,5%, een staatsschuld van minder dan 60%.

RELIGIEUZE LEERSTELLIGHEID

Van de vijf grote monetaire blokken in de wereld (naast onze euro's de Amerikaanse dollar, de Japanse yen, de Chinese yuan en de Britse pond) heeft de eurozone de laagste staatsschuld, de laagste financierings-tekorten en na Japan het hoogste betalingsbalansoverschot.

In tijden van economische voorspoed zijn die regels al te strikt en dwingen zij de ECB zijn beleidsrente tot de ondergrens te verlagen. In tijden van tegenspoed loopt het beleid door deze regels volledig vast, zoals tijdens de eurocrisis is gebleken. Een nieuwe recessie, dat is wel het laatste waar Europa op zit wachten. Het vertrouwen in de politiek zou worden weggevaagd. De regels van het stabiliteitspact zijn gebaseerd op religieuze dogma's, niet op economische analyse.

We moeten eraan wennen: hoe goed het ook gaat met onze economie, wat betreft het begrotingsbeleid zijn Nederland en Duitsland in Europa niet de oplossing maar het probleem. Nu wij ons eindelijk hebben neergelegd bij het ECB-beleid volgt een nieuwe schop tegen het zere been: de broodnodige herziening van het stabiliteitspact.

Er is ook goed nieuws. Hierover wordt op het ministerie van Financiën en bij De Nederlandsche Bank binnenskamers druk nagedacht.

De ECB is zo ver gesprongen als zijn polsstok lang is. Nu is de het beurt aan anderen