

Geldpolitiek is het exclusieve terrein van de ECB

De economische analyse achter de ECB-uitspraak van het Duitse Constitutioneel Hof is onjuist. Ook dwingt het Hof de ECB buiten haar mandaat te opereren, betoogt *Coen Teulings*.

De omstreden uitspraak van het *Bundesverfassungsgericht*, het Duitse Constitutioneel Hof, over het beleid van de Europese Centrale Bank (ECB) van afgelopen week is het ultieme gevolg van een diepgaand verschil van inzicht over de toestand van de wereldeconomie sinds de financiële crisis van 2008. Het onvermogen om over dit verschil van inzicht een normaal debat te voeren en de uit dit onvermogen voortvloeiende uitspraak van het Hof heeft nu tot deze onhoudbare situatie geleid.

De in Duitsland en in Nederland gebruikelijke economische analyse snijdt geen hout. Volgens deze analyse wordt de rente door de ECB kunstmatig laag gehouden. Zonder dat beleid zou de rente in deze visie terug zijn op een „natuurlijke niveau” van een procent of vier.

Deze diagnose staat haaks op het moderne standaardmodel van de macro-economie, dat ook is gebruikt voor het ontwerp van muntunie in het Verdrag van Maastricht, nota bene op voorspraak van Duitsland en Nederland. Volgens dat model moet de centrale bank de rente gebruiken om inflatie stabiel op 2 procent te houden. Is de inflatie te hoog, dan moet de rente onverbiddeijk omhoog. Omgekeerd, als de inflatie te laag is, dan moet de rente omlaag. In dat model is de „natuurlijke rente” gelijk aan dat renteniveau waarbij de inflatie op 2 procent ligt.

Vanuit dit gezichtspunt heeft de ECB de afgelopen jaren gefaald: de bank heeft de rente niet te veel maar juist te weinig verlaagd, want de inflatie is al jaren minder dan 2 procent. Een negatieve rente is echter praktisch onmogelijk. Het falen van de ECB is dus verklaarbaar en niet verwijtbaar, want de rente zit op de ondergrens. De ECB bevindt zich wat dit betreft bovendien in goed gezelschap: de *Bank of Japan* worstelt al decennia met deze ondergrens voor de rente. De Amerikaanse FED en de *Bank of England* hebben er ook mee te stellen gehad. Alle deze centrale banken hebben vergelijkbaar beleid gevoerd als de ECB om deze problemen de baas te worden.

Het Duitse Constitutioneel Hof vraagt de ECB nu een proportionaliteitstoets te doen. De voordelen van dit beleid zouden moeten worden afgewogen tegen de nadelen. Dat klinkt logisch, maar dat is het niet. Het Hof ziet drie nadelen van het ECB beleid:

- De lage rente houdt bedrijven overeind die bij een „natuurlijke” rentestand de deuren zouden moeten sluiten.
- Spaarders en deelnemers in pensioenfondsen hebben last van de lage rente.
- Vanwege de lage rente hoeven overheden geen bezuinigingen door te voeren.

Deze drie argumenten zijn ook in

Nederland populair. Alle drie zijn ze onjuist. Het is een klassiek geval van het omdraaien van oorzaak en gevolg. De lage rente is niet het gevolg van het ECB-beleid, maar het ECB-beleid is het gevolg van de lage „natuurlijke” rentevoet.

Zoals op iedere markt, wordt prijs, in dit geval de rente, bepaald door de verhouding tussen vraag en aanbod. Het grote aanbod van besparingen drukt de rente. Net als eerder in Japan is dat vooral het gevolg van de vergrijzing: we sparen voor onze oude dag. Dit spaaroverschot moet ergens heen. Daardoor daalt de rente en dalen dus de kosten van kapitaal en kunnen ook bedrijven met een lagere marge blijven bestaan. Dat is geen ongewenst bij-effect. Het is simpelweg de wet van afnemende meeropbrengsten.

Hetzelfde geldt voor de gevolgen voor spaarders: waar veel gespaard wordt, daalt de opbrengst en dus de rente die een spaarder ontvangt. Evenzo het argument dat overheden door de lage rente niet hoeven te bezuinigen. Het is omgekeerd. Beleggers geven overheden via de lage ren-

te een helder signaal: wij beleggers willen ons geld dolgraag aan u, overheid, uitlenen, zelfs tegen deze lage rente. Alstublieft, leen het geld van ons en doe er iets goeds mee, maar laat ons er niet mee zitten! De Duitse en Nederlandse overheid doen precies het omgekeerde van wat de markt vraagt: ze hebben een financieringsoverschot in plaats van een tekort. Daardoor is er minder vraag naar kapitaal en komt de rente alleen maar verder onder druk te staan. Het Duitse Hof verwijt dat vervolgens de ECB. Het kan verkeren.

Daar komt bij dat de door het Hof gevraagde proportionaliteitstoets de ECB zou dwingen haar mandaat te overtreden. De ECB heeft, opnieuw op voorspraak van Duitsland en Nederland, in het verdrag van Maastricht een enkelvoudig mandaat gekregen: een stabiele inflatie van 2 procent. Daar is een goede

reden voor: het versterkt het vertrouwen in het monetaire systeem. Wie een rekening-courant met duizend euro heeft, weet wat hij daar over twee jaar mee kan kopen. De ECB mag volgens het Verdrag van Maastricht geen andere doelstellingen nastreven dan een stabiele inflatie. Andere doelstellingen zijn het terrein van gekozen politici: die gaan over klimaat, inkomensverschillen en pensioenen, niet centrale bankiers.

Met deze eis om een proportionaliteitstoets in te voeren, vraagt het Hof de bank een afweging te maken tussen verschillende doelstellingen. Dat valt dus buiten het mandaat van de ECB zoals ze dat in het Verdrag van Maastricht heeft gekregen, en nog wel op een punt dat Duitsland zelf heeft bepleit.

De lage evenwichtsrente heeft inderdaad allerlei onaangename consequenties, onder andere dat de ECB nu geen beleidsruimte meer heeft. Dat is

echter niet een probleem van centrale bankiers, maar van gekozen politici: de vraag naar kapitaal moet omhoog. In Italië moet dat door een beter investeringsklimaat, waardoor investeren beter loont en de economie weer kan groeien. In Duitsland en Nederland moet dat door een overheid die meer geld opneemt: een hogere financieringsstekort en een hogere staatsschuld. Nuttige bestedingen van dat geld zijn er meer dan genoeg.

De uitspraak van het Duitse Hof maakt duidelijk hoe gevaarlijk het is dat de discussie in Duitsland en Nederland de afgelopen jaren gedomineerd is geraakt door visies die haaks staan op de inzichten uit de moderne macro-economische theorie. Je kunt alleen maar hopen dat wetenschappers, journalisten en beleidsinstellingen als De Nederlandsche Bank en het Centraal Planbureau de komende jaren zullen bijdragen aan een meer evenwichtige diagnose.



Coen Teulings is universiteitshoogleraar aan de Universiteit Utrecht en oud-directeur van het CPB.

