We vragen u enkel voor persoonlijk gebruik onze content te kopiëren. Het delen van deze content met anderen is niet toegestaan © Het Financieele Dagblad 2022.

INTERVIEW

'De ECB te traag? Allemaal onzin'

Marijn Jongsma 24 juli 14:00

Kritiek dat de Europese Centrale Bank achter de feiten aanloopt met de renteverhoging van afgelopen week, is volgens econoom Coen Teulings onterecht. 'Kijk naar de stagflatie in de jaren 70. Toen heeft het zes jaar geduurd voordat de monetaire autoriteiten ingrepen.'

Coen Teulings: 'Italië groeit al jaren nauwelijks. Dat is het echte probleem.' Foto: Guido Benschop/De Beeldunie

De kritiek op de Europese Centrale Bank is wijdverspreid: eerst werden met een te lage rente huizenprijzen en aandelenkoersen kunstmatig opgeblazen, en vervolgens loopt de inflatie op tot ver boven de nagestreefde 2%. Econoom Coen Teulings breekt een lans voor de ECB, en verzet zich tegen het 'opgeheven Nederlandse vingertje' tegen zwakkere eurolanden.

Het FD spreekt Teulings, hoogleraar te Utrecht en eerder onder meer directeur van het Centraal Planbureau, in zijn Amsterdamse werkkamer. Kijk naar de financiële markten, is zijn eerste boodschap: die gaan ervan uit de inflatie uiteindelijk weer terugkeert naar 2%.

'Ik ben wat allergisch voor economen die het beter menen te weten dan de financiële markten. Marktpartijen zetten serieus geld in, en doen dat niet zonder reden. Uit optieprijzen blijkt dat de inflatieverwachtingen op wat langere termijn slechts een half procent zijn opgelopen. Dat is uiteindelijk de maatstaf voor het ECB-beleid.'

Volgens de markt keren we dus terug naar die 2%, maar we zitten er nu wel erg fors boven.

'Ik begrijp de grote onrust over de huidige hoge inflatie, maar die is het gevolg van de verstoringen in het aanbod van vooral energie door de oorlog in Oekraïne. Dat ligt echt niet aan de ECB. Wat we hier zien is een relatieve prijsstijging, en geen structurele inflatie. We zijn gewoon armer geworden. Noch de ECB, noch de Nederlandse regering kan daar veel aan doen. Om structurele inflatie tegen te gaan moet de rente verhoogd worden, zonder twijfel. En dat is wat de ECB doet.'

Maar wel te traag, zeggen critici.

‘Feitelijk heeft de ECB onmiddellijk gecommuniceerd dat ze inflatiedoelstellingen zal waarborgen. Ze hebben in Frankfurt ongeveer gedaan wat nodig is. Die kritiek dat ze daar achter de feiten aanlopen: allemaal onzin. Kijk naar de stagflatie in de jaren 70. Toen heeft het zes jaar geduurd voordat de monetaire autoriteiten ingrepen. Nu is dat binnen een paar maanden. Iedereen heeft het beeld: zachte heelmeesters maken stinkende wonden. Maar je kunt ook zeggen: voor één wond zet je niet een heel been af. Gezien de inflatieverwachtingen van de markten is de maatvoering van de ECB goed verdedigbaar.'

De Nederlandse 10 jaarsrente was begin dit jaar 0%, steeg naar 2% en zit nu op 1,5%. Gaat dat samen met stabiele inflatieverwachtingen?

'De lange rente is het afgelopen half jaar inderdaad fors opgelopen, veel harder dan de

verwachte inflatie, waardoor de reële rente met 1 à 1,5 procentpunt is gestegen. Hogere overheidsschulden lijken daarvoor de belangrijkste verklaring. Als de overheid meer besparingen uit de markt neemt, dan loopt de rente op. Zou alleen Nederland dat doen, dan maakt het niet veel uit. Maar als de hele wereld meer leent wel, en dat gebeurde tijdens de covidcrisis. Dat die rentestijging zo plotseling is gegaan, daar heb ik geen sluitende verklaring voor. Maar het is een aardverschuiving met grote beleidsimplicaties. Het ligt in de rede dat de ECB de beleidsrente de komende maanden verder zal verhogen, maar juist omdat dit in de rede ligt zal het effect of de lange rente beperkt zijn. De laatste renteverhoging van de ECB heeft nul effect op de lange rente gehad, sterker nog, die rente is afgelopen maand een half procent gedaald. De markt verwachtte de verhoging en had deze al ingeprijsd.'

Wat zijn de implicaties van een hogere rente?

'Als de economische groei hoger is dan de rente, dan is staatsschuld schijnbaar gratis. Als je niets doet wordt deze ten opzichte van de economie vanzelf kleiner. Dit verschil tussen de groei en de rente is nu fors kleiner geworden, maar de rente is nog altijd lager dan de groeivoet. Vroeger bepleitte ik een structureel begrotingstekort van 2,5% à 3%. Door de stijging van de lange rente ligt 1,75% à 2% nu meer voor de hand. Het regeerakkoord zit ongeveer goed.'

Had de ECB zeepbellen niet kunnen voorkomen door de rente zelf eerder te verhogen?

'De hoge aandelenkoersen en huizenprijzen zijn uiteindelijk niet het gevolg van het monetaire beleid. Wel van enorme besparingen, en die hebben weer te maken met de vergrijzing. We zijn allemaal druk met sparen voor ons pensioen. Daarnaast is er een concentratie van winst bij een paar techbedrijven die daar nauwelijks een investeringsvraag tegenover hebben staan. Dat leidt tot een groot aanbod aan besparingen. Dat moet ergens in worden belegd, en dus stijgen de prijzen van vermogenstitels. Een normaal proces. Wat we er tegen zouden kunnen doen: het afromen van de winst van die techbedrijven of meer overheidsschuld.'

De ECB presenteerde vorige week een nieuw instrument om de sterk oplopende rente in vooral Italië te beteugelen. Daar is vanuit Nederland kritiek op: zo verdwijnt een prikkel om orde op zaken te stellen.

'De mogelijkheid van financiële crises blijf je houden in een monetaire unie waarbij elk land zich afzonderlijk blijft financieren. Dat de ECB iets wil doen om dat binnen de perken te houden, is verstandig. Niemand is gebaat bij extreme renteverschillen. Dat een hogere rente de oplossing is voor het probleem is onzin. Mensen roepen: Italië moet

hogere rente de oplossing is voor het probleem is onzin. Mensen roepen: Italië moet hervormen, en dat is juist, maar de kern is niet zozeer het op orde krijgen van de begroting, maar het beter laten functioneren van markten. Draghi is gevallen vanwege de onwil van een paar partijen om meer concurrentie toe te laten.'

'Italië groeit al jaren nauwelijks. Dat is het echte probleem. Nederland was begin jaren 80 ook bijna failliet. Premier Ruud Lubbers heeft toen allerlei zaken doorgevoerd: uitkeringen bleven achter bij salarissen, werk moest weer lonen, ambtenarensalarissen werden bevroren en zelfs verlaagd — uniek. Maar de staatsschuldquote is pas gaan dalen toen de economische groei in de jaren 90 door deze ingrepen aantrok. Het eerste kabinet-Lubbers was een neoliberale revolutie. In weerwil van alle negatieve commentaren: dit was een zegen voor Nederland. Onze huidige voorspoed is daar het gevolg van. De huidige negatieve beeldvorming bekijk ik met enige verbazing.'

Kan een hogere rente niet een beetje helpen?

'Het maakt het alleen maar moeilijker. Een hogere rente is een transfer van jonge naar oude generaties, binnen Italië. Oudere renteniers ontvangen die hogere rente, werkende jongeren moeten daarvoor de belasting opbrengen. Dat helpt vast niet om het land weer te laten groeien. We dachten in 2000 ook niet dat Duitsland, toen de zieke man van Europa,

zich zou kunnen hervormen. Maar het is toch gebeurd. Niet doordat Nederland Duitsland de les heeft gelezen, maar doordat Duitsland zelf de koe bij de horens heeft gevat.'

U ergert zich aan de houding van Nederland op dit punt.

'Het Nederlandse opgeheven vingertje werkt contraproductief. Nederland heeft zijn onderhandelingspositie weggegeven door dat steeds weer te doen. Terwijl iedereen wil dat het goed komt met Italië. Laten we er alsjeblieft onze mond over houden. We hebben in Brussel echt wel andere belangen te verdedigen dan hier als een Don Quichot vijanden mee te maken. Waarom stoppen we daar zo veel politiek kapitaal in? We kunnen beter stoppen met het voortdurend oppoken van deze retoriek.'