

Het geld klotst weer, zoals voor de crisis

Geldgroei

De hoeveelheid geld in omloop stijgt sterk en is nu zelfs groter dan vlak voor de Lehman-crisis. Is dat wel gezond?

Door onze redacteur
Maarten Schinkel

AMSTERDAM. Is er te veel geld in omloop, en drijft dat nu wederom de prijzen van huizen, aandelen en andere bezittingen op? Niet zo heel erg lang geleden letten centrale bankiers op het Europese continent sterk op de hoeveelheid geld die in de economie omloop was. De redenering was: hoe meer geld er relatief in de economie rond klotst, hoe groter de kans op inflatie. En inflatie was het monster dat voortdurend de kop moest worden ingedrukt. De hoeveelheid geld mocht wel groeien, maar in principe niet méér dan het nominale bruto binnenlands product. Dan bleef alles met elkaar in balans.

De kloon van Frankfurt

Vóór de euro was de geldhoeveelheid, de M3, waarbij M staat voor *money supply*, het voornaamste richtpunt voor de Bundesbank. De Duitse centrale bank had niet alleen een vrij onberispelijke staat van dienst, maar was dermate dominant in Europa dat haar beleid in wezen de toon zette voor alle andere centrale banken.

Het was dan ook geen toeval dat de M3 de belangrijkste pijler was onder het beleid van de Europese Centrale Bank, die in 1999 begon als een bijna-kloon van het Duitse instituut. De richtlijn luidde: M3 moest over de langere termijn groeien met 4,5 procent. Waarom precies zoveel? Wel, de economie van de eurozone zou met zo'n 2 tot 2,25 procent in omvang toenemen. De inflatie mocht hooguit 2 procent zijn. Dat geeft samen tussen de 4 en 4,25 procent. Het resterende

deel van de geldgroei van 4,5 procent zou komen uit een lagere omloopsnelheid van geld, een restpost, waarover straks meer.

Nu kennen we in de economie de 'wet van Goodhart' die stelt dat als beleid zich richt op één indicator, die indicator zich onmiddellijk zal gaan misdragen. Dat bleek: de geldgroei, M3, nam vrijwel vanaf het begin sterk toe - veel sterker dan de voorgeschreven 4,5 procent. Vanaf de invoering van de euro in 1999 tot vlak vóór de Lehman-crisis steeg de geldgroei jaarlijks gemiddeld met 7,6 procent, met een piek van 11 procent vlak voordat Lehman viel. De geldhoeveelheid bedroeg in 1996 nog 67 procent van de economie. In 2008 was dat gestegen tot maar liefst 101 procent.

Last van overtollige geldgroei

Nu had je als centraal bankier kunnen concluderen dat er iets grondig mis was, en de rente fors kunnen opvoeren. Maar dat gebeurde niet. De inflatie bleef namelijk keurig onder controle. En dus werd in plaats daarvan de geldgroei zelf gaandeweg van het toneel afgeduwd. De daadwerkelijke inflatie, en de inflatieverwachtingen, de zogenoemde 'tweede pijler' van het ECB-beleid, kregen voortaan de hoofdrol. En dus mocht de rente voortaan lager zijn dan de geldgroei zou hebben voorgeschreven.

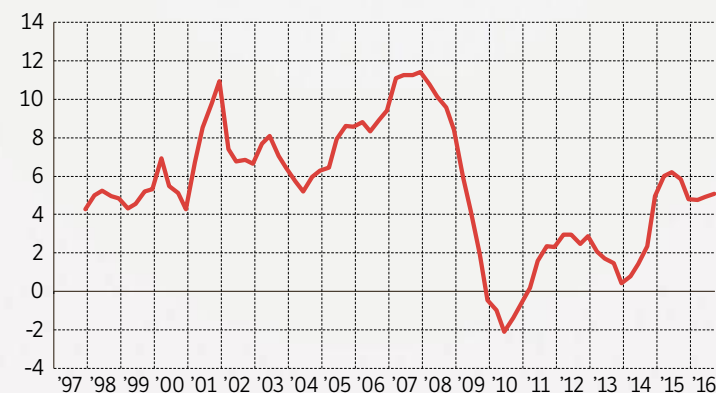
Over de reden van die lage inflatie verschillen de lezingen. Aanvankelijk schreven de centrale bankiers het succes vooral op hun eigen conto. Eén van hen, en niet de eerste de beste, ging als eerste de strijd aan: Paul Volcker, de Amerikaanse centrale bankier die begin jaren tachtig de economie met hoge rentes in een recessie dwong om de inflatiegolf van de jaren zeventig te temmen. Maar gaandeweg werd de succesvolle strijd tegen de inflatie het wapenfeit van allen.

Gandalf de Witte

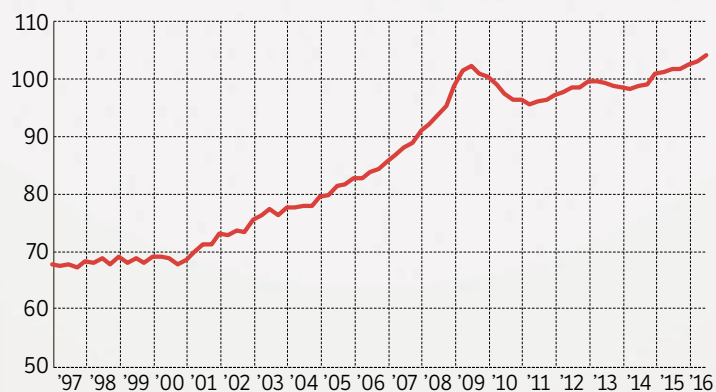
Centrale bankiers werden magiërs die een kwart eeuw lang schier bovennatuurlijke kwaliteiten werden toege-

Geldgroei drijft huizenprijzen op

Groei van de geldhoeveelheid M3 Eurozone, in procenten op jaarbasis



Geldhoeveelheid als percentage van het bbp



Huizenprijzen in de eurozone, index 2007 = 100



NRC 291016 / RL / Bron: ECB, Bloomberg

dicht - niet zelden ook door henzelf, met Fed-voorzitter Alan Greenspan als een monetaire versie van Gandalf de Witte. Maar de Grote Moderatie, zoals de inflatiedaling sinds 1980 werd genoemd, had vanaf de jaren negentig misschien wel meer te maken met de toetreding van China tot de wereldmarkt.

Sinds Lehman is het aura van almacht de centrale bankiers ontvallen. Wat rest is een geschiedenis waarin economische tegenslag steevast te lijf werd gegaan met verdere monetaire verruiming (renteverlagingen), van de Azië-crisis in 1997-1998 tot de dot-comcrisis van vier jaar daarna. Geholpen door de lage inflatie kon de rente steeds lager zijn dan de groei van de geldhoeveelheid impliceerde. Het gevolg: te veel geld in omloop, te veel speculatie, te hoge prijzen van huizen, aandelen en obligaties. De omloopsnelheid van geld nam af, waarschijnlijk omdat het niet circuleerde maar vastzat in al die activa.

Geldpakhuizen

Woningen zijn een van de grootste categorieën. Het verloop van de geldhoeveelheid M3 als percentage van het bbp van de eurozone vertoont een sterke gelijkheid met het verloop van de huizenprijzen. Hetgeen te zien is in bijgaande grafieken (de correlatie is vrijwel volledig: 0,88).

En nu? Net als na vorige crises is door het ECB-beleid de geldhoeveelheid verruimd en lopen de prijzen van activa weer sterk op. M3 als percentage van het bbp is inmiddels op het record van 104 beland. Het geld klotst tegen de plinten en zoekt opnieuw zijn weg eerder in de prijzen van bezit dan in de werkelijke economie. Misschien kan het niet anders: de inflatie is zo laag dat alles uit de kast wordt gehaald om hem juist omhoog te krijgen. Maar er is dat kleine stemmetje dat zegt dat de goede tijden op de huizen-, aandelen- en obligatiemarkt even kunstmatig zijn als in de aanloop naar Lehman. En dat is geen goed nieuws.