

[ftm.nl](https://www.ftm.nl)

# Het medicijn van Dr. Draghi: placebo met ernstige bijwerkingen

*Thomas Bollen*

Het opkoopprogramma van de ECB is een duur en grof werkend medicijn dat de economie niet helpt. Het veroorzaakt ernstige bijwerkingen waartegen de positieve effecten niet opwegen. Ondanks de aanhoudende kritiek van Dr. Klaas Knot en zijn Duitse collega's wordt de behandeling van Dr. Draghi voortgezet. Wat zit hier achter en waarom stellen we geen nieuwe diagnose?

De Europese Centrale Bank (ECB) koopt maandelijks voor 80 miljard euro aan staats- en bedrijfsleningen (obligaties) op. Onconventioneel beleid, want een centrale bank gedraagt zich normaal gesproken niet als marktpartij. Klaas Knot, president van De Nederlandsche Bank, zegt in [Buitenhof](#) dat hij hier geen voorstander van is. Een paardenmiddel noemt hij het, een grof werkend medicijn dat al twee jaar lang aan de Europese economie wordt toegediend. Hij betwijfelt, nog steeds in medische termen, of het middel de gewenste effecten heeft gehad en wijst erop dat er 'absoluut geen sprake meer is van een noodzaak voor dit ongewone middel'. Het is dan ook hoog tijd, vindt Knot, om de dosering van het medicijn af te bouwen, zij het — dat snapt iedere dokter — in stappen; er is immers 'gewenning opgetreden bij de patiënt'.

Hoe lang ga je door met het toedienen van een medicijn dat de patiënt zieker maakt in plaats van beter?

De ECB gaat nog minimaal een jaar door met het toedienen van het paardenmiddel. Vanaf maart 2017 wordt weliswaar het maandelijks bedrag waarmee de ECB obligaties opkoopt, teruggeschroefd van 80 naar 60 miljard euro, maar een einddatum voor het programma is nog steeds niet bepaald en een plan voor verdere afbouw bestaat niet. De ECB zegt in een [persbericht](#) op 2 februari doodleuk dat ze bereid is om het programma opnieuw te verlengen en zelfs de bedragen op te schroeven. Dr. Knot doet het voorkomen alsof er een duidelijke behandelstrategie achter het ECB-beleid zit, maar het lijkt meer op kwakzalverij: er wordt geëxperimenteerd met een medicijn waarvan de gewenste effecten uitblijven, terwijl de schadelijke bijwerkingen van het medicijn steeds zichtbaarder worden. Hoe lang ga je door met het toedienen van een medicijn dat de patiënt zieker maakt in plaats van beter?

## Het medicijn

Het mandaat van de Europese Centrale Bank beperkt zich tot het bewaken van de

prijstabiliteit in de eurozone. De ECB hanteert in normale tijden de rente als instrument om de inflatie net iets onder de 2 procent te houden. Volgens de ECB is een inflatieniveau van 2 procent goed voor de economie en levert het werkgelegenheid op, maar overtuigend bewijs daarvoor ontbreekt. (In [dit artikel](#) kun je uitgebreid lezen wat inflatie is en waarom de 2 procent-doelstelling van de ECB erg dogmatisch is.) Toch voert de ECB al enkele jaren een lage-rentebeleid omdat de inflatie in de eurozone maar niet in de buurt van de 2 procent komt. Met weinig resultaat, want ondanks de aanhoudende lage rentestand — sinds maart 2016 zelfs 0% — ligt het inflatie-niveau nog steeds onder de doelstelling van 2 procent. ‘De effectiviteit van het beleid is dan ook twijfelachtig en bovenal slecht te toetsen,’ zegt financieel econoom Dirk Bezemer, hoogleraar aan de Rijksuniversiteit Groningen. ‘De relatie tussen rente en inflatie is wetenschappelijk zowel theoretisch als empirisch slecht onderbouwd. Er zijn diverse factoren die doorwerken op de inflatie en andersom hebben rentewijzigingen allerlei andere effecten op de economie dan alleen het beïnvloeden van inflatie.’ Hebben we hier te maken met een doelgericht medicijn, of heeft de ECB aan de Europese economie een placebo voorgeschreven?

Het langdurige lage-rentebeleid is op zichzelf al vrij extreem in [historisch](#) perspectief. Maar omdat het gewenste effect ervan uitblijft, is de ECB twee jaar geleden overgegaan tot het opkopen van staats- en bedrijfsleningen (obligaties) in de markt. Het is een nóg onconventioneler medicijn om de inflatie te bevorderen, waarvan het evenmin een verrassing mag zijn dat de beloofde economische voorspoed en banencreatie uitblijven. In mijn vorige [artikel](#) besprak ik met enkele economen de drogredenering van de ‘doorsijpel-economie’ die de grondslag vormt voor zowel het lage-rentebeleid als het opkoopprogramma. Je zou zeggen: tijd voor een re-evaluatie van de diagnose. Waarom dienen we dit paardenmiddel ook alweer toe?

Waarom dienen we dit paardenmiddel ook alweer toe?

## Geen noodzaak meer

Luc Aben, hoofdeconoom bij van Van Lanschot Bankiers, begrijpt de initiële beweegredenen voor introductie van het ruime monetaire beleid. ‘We zaten middenin een eurocrisis en in zo’n geval geldt: nood breekt wet. Met name Zuid-Europese landen hadden last van een ondraaglijk hoge rentedruk op hun schulden. Door de rente te verlagen is de schuldendruk flink afgenomen in de gehele eurozone, en voor de zuidelijke landen in het bijzonder. Een draagbare schuldenlast is een noodzakelijke voorwaarde om je economie weer op gang te krijgen en vanuit die noodzaak is onconventioneel monetair beleid gerechtvaardigd. Het aanhouden van een extreem lage rente moet echter niet te lang doorgaan. Op een gegeven moment moet je weer normaliseren en zaken terug overlaten aan de markt.’

Volgens Pieter Gautier, professor aan de economische faculteit van de Vrije Universiteit Amsterdam, is er op dit moment geen noodzaak meer voor extreem monetair beleid. ‘We zitten in Nederland op zo’n 2% economische groei. De grote financiële crisis is voorbij, dus

dan moet je terugschakelen naar normaal monetair beleid. De ECB is er voor het bewaken van de prijsstabiliteit en niet om alle andere economische problemen van de eurozone op te lossen.'

"Op een gegeven moment moet je weer normaliseren en zaken terug overlaten aan de markt"

## Officieuze doelen

In Nederland is de economie dus weer gezond, maar niet alle landen in de Eurozone bevinden zich in dezelfde economische situatie. Volgens Gautier is dat echter geen goede reden om onconventioneel beleid voort te zetten. 'Griekenland en Italië hebben problemen met zwakke banken. Italiaanse banken hebben te weinig eigen vermogen en zijn daardoor niet robuust. Dat is een heel specifiek probleem dat je beter gericht kunt aanpakken dan via het ECB-opkoopprogramma. De lage rente geeft deze banken misschien wat lucht, maar je lost de echte problemen niet op.'

Het is officieel niet de taak van de ECB om overheden en banken te redden, maar volgens Eelke de Jong, hoogleraar internationale economie aan de Radboud Universiteit Nijmegen, is het geen verrassing dat de ECB die rol toch op zich neemt. De Jong: 'De Zuid-Europese dominantie in het bestuur drukt haar stempel op het beleid. Met de lage rente en het opkopen van obligaties verlicht de centrale bank de schuldenlast, vooral voor de partijen waarmee de markt normaal gesproken zou afrekenen.' De Jong vertelt dat de ECB niet lijkt op een centrale bank zoals we die in Nederland en Duitsland graag zien. 'Wij willen dat de centrale bank zich strikt beperkt tot monetair beleid gericht op prijsstabiliteit. Dat is het officiële mandaat, maar niet de praktijk. De ECB gedraagt zich meer als een centrale bank volgens Frans model. De Fransen en andere Zuid-Europeanen hebben van oudsher hun centrale banken gebruikt als "bank des vaderlands". De ECB voert mediterrane beleid door officieus banken, bedrijven en overheden te ondersteunen. Dat wringt met de noordelijke visie, waarbij de markt regeert en banken soms omvallen.'

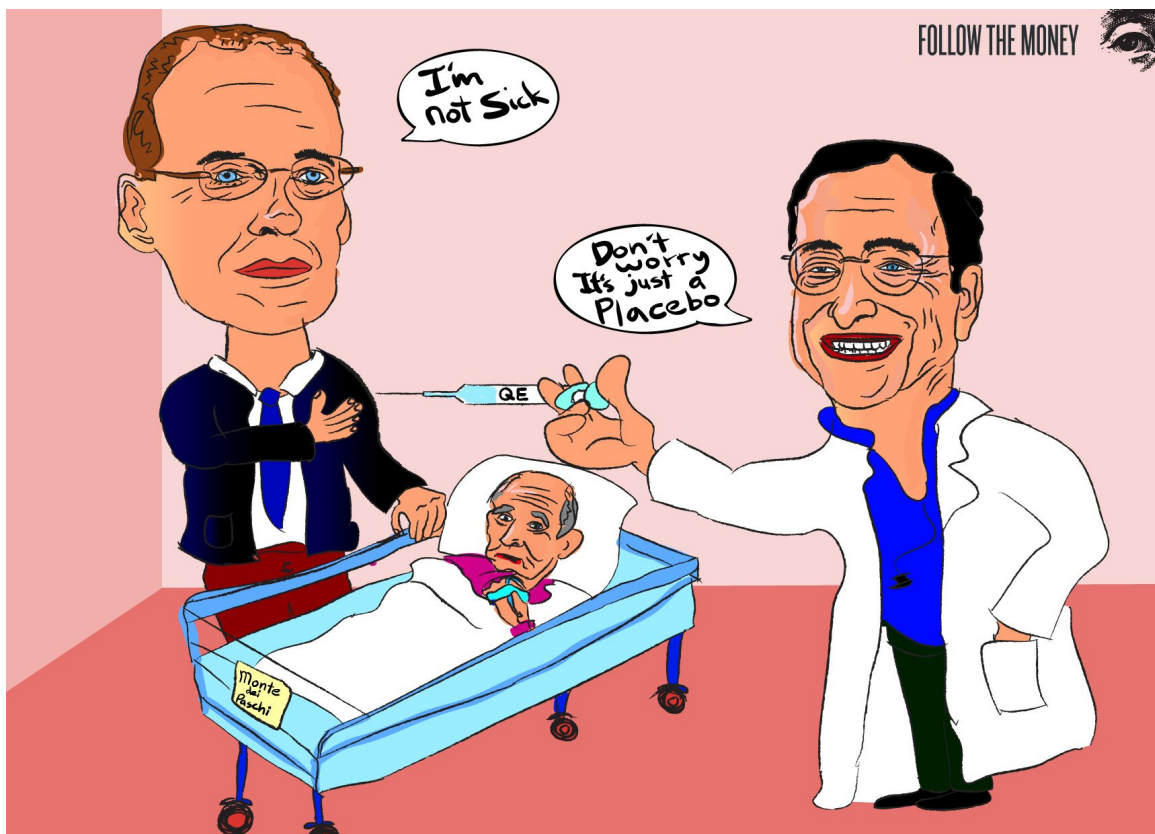
Het is officieel niet de taak van de ECB om overheden en banken te redden

## Bijwerkingen

Duitse en Nederlandse centrale-bankbestuurders hebben hun fundamenteel andere opvattingen over de rol van een centrale bank tijdelijk aan de kant gezet vanwege de crisis. Of eigenlijk zijn ze gewoon overstemd door de andere landen. De crisis — of, om in medische termen te spreken, de *epidemie* — is nu voorbij. De ECB gaat echter door met het preventief toedienen van antibiotica aan de hele eurozone, in de hoop dat de zieke patiënten die er nog zijn niet het loodje leggen. Antibiotica is een uiterste redmiddel, en als je het preventief gaat toedienen heb je niets meer om naar te grijpen als er een nieuwe epidemie uitbreekt. Je rekt misschien het leven van enkele zieke patiënten, maar er treedt

tegelijkertijd resistentie op in de rest van de economie, waardoor nieuwe ziektes onbehandelbaar worden. Zou het niet verstandiger zijn om de zieke patiënten in quarantaine te plaatsen of gericht te opereren?

‘Het lijkt alsof de ECB met een kanon op een mug aan het schieten is,’ zegt Luc Aben. ‘De effecten van monetaire verruiming (QE) op inflatie zijn in de VS bijvoorbeeld marginaal gebleken, maar de risico’s zijn substantieel. De kanonskogel kan best wel wat schade aanrichten onderweg.’ Vanuit [Duitse](#) en [Nederlandse](#) hoek wordt al vanaf het begin van het programma gewezen op de bijwerkingen van het medicijn, en die kritiek wordt steeds heviger. Volgens Dirk Bezemer breng je met het monetaire verruimingsbeleid de financiële stabiliteit in gevaar. ‘Je creëert bubbels en dat moet je niet willen.’ Aben beaamt dit: ‘Ja die bubbels ontstaan, zeker in obligatiemarkten, want pensioenfondsen maar ook verzekeraars worden verplicht om in die markten te blijven investeren. Hoe langer de ECB doorgaat met het opkopen, hoe groter de bubbel wordt. Van een obligatiemarkt kun je eigenlijk al niet meer spreken want de ECB verstoort daar de marktwerking. Het terugdraaien van de situatie wordt straks meer kunst en vliegwerk dan wetenschap.’



Het medicijn van Dr. Draghi © Thomas Bollen

## Huizenprijzen

Een langdurig lage rente draagt ook bij aan hogere huizenprijzen. Volgens het [Financieel Stabiliteitscomité](#) zijn er ‘in Amsterdam en Utrecht al weer tekenen van oververhitting zichtbaar,’ maar Pieter Gautier legt uit dat je achteraf pas kunt zeggen of het een bubbel was of niet. ‘Vergeleken met Londen of Parijs vallen de huizenprijzen in Amsterdam

bijvoorbeeld nog reuze mee. Maar je verhoogt in ieder geval wel de risico's. Aan de vorige bubbel in de huizenmarkt ging een lange periode van lage rente vooraf, en dat zou natuurlijk opnieuw kunnen gebeuren. Goedkope hypotheekleningen drijven de prijzen omhoog, maar de meeste huiseigenaren hoor je niet klagen. De vaste lasten van huurders gaan wel omhoog, en zo zie je dat de ene groep profiteert terwijl de andere last ondervindt. Dat valt eigenlijk niet binnen het mandaat van de ECB.'

## Marktverstoring

De verantwoording van het beleid loopt over van de tegenstrijdigheden. De ECB zegt dat ze 'investeringsvoorwaarden voor efficiënte allocatie van productiemiddelen bevordert'. De Nederlandsche Bank [waarschuwt](#) echter juist voor het tegenovergestelde: 'Een belangrijk gevaar van een langdurig lage reële rente is dat de financiering van weinig productieve investeringen en het doorrollen van slechte leningen wordt gefaciliteerd.'

Volgens Luc Aben heeft dit een negatieve invloed op innovatie. 'Creatieve destructie vindt met deze lage rente niet meer plaats, want bedrijven gaan niet failliet. Het kunstmatig in leven houden van slechte bedrijven dreigt op macroniveau de productiviteit van je economie onderuit te halen. De lage rente remt op die manier de toename van productiviteit.'

'Prijssignalen worden onderdrukt doordat de ECB diepgaand interenieert in de financiële markten'

Klaas Knot zegt dat 'financiële markten het risicokompas kwijt zijn. Prijssignalen worden onderdrukt doordat de ECB diepgaand interenieert in de financiële markten.' Volgens professor De Jong is 'de verstoring van de markt ernstig. Je krijgt een tekort aan veilige beleggingsproducten zoals staatsobligaties, doordat de ECB die van de markt afhaalt. Het totale marktvolume wordt kleiner en je drukt bepaalde partijen zelfs weg uit de markt. Dat moet je niet willen als centrale bank. Je kunt alle bijverschijnselen wegwuiven als *collateral damage*, maar dat is erg kortzichtig.'

Het opkoopprogramma van bedrijfsobligaties is volgens De Jong een nog dubieuzere bezigheid, waar de ECB zich beter verre van kan houden beter. 'Als je leningen van bepaalde bedrijven opkoopt, help je specifiek die bedrijven. Bovendien moedig je het opkopen van eigen aandelen aan wanneer je de financieringskosten voor leningen verder verlaagt. De ECB treedt de vrije markt met voeten.' Gautier zegt dat het normaal gesproken 'de tucht van de markt is die bepaalt of een bedrijf goedkoop kan lenen. Daarbij moeten rendement en risico in verhouding staan. De ECB verstoort dat mechanisme doordat de markt niet weet wat de ECB opkoopt.'

De bijwerkingen van het beleid zijn niet mis: de markt wordt verstoord en er ontstaat nieuwe financiële instabiliteit. Door het langdurig toedienen van het paardenmiddel is

zelfs het onderscheid tussen gezonde en slecht presterende bedrijven vervaagd, waardoor geld wordt gestoken in slechte leningen. Toch gaat QE voorlopig gewoon door. Welke dokter bepaalt deze behandeling en wie is er nou echt ziek?

Eelke de Jong, Radboud Universiteit

"Als je leningen van bepaalde bedrijven opkoopt, help je specifiek die bedrijven"

## Politieke economie

Volgens Bezemer spelen er allerlei zaken op de achtergrond die niet hardop mogen worden gezegd, maar die wel meespelen in de besluitvorming. Het ECB-beleid verzwakt bijvoorbeeld de euro ten opzichte van andere valuta's. Dat is vervelend als je buiten Europa op vakantie gaat, maar het bevordert wel de export. Verder is het laag houden van de rente voor de lidstaten een duidelijk voorbeeld van *economische politiek*. De ECB verschuilt zich achter haar onafhankelijke status maar 'het mandaat van de ECB is in feite een fopneus waar je alles wat je wil in kunt laten passen'.

Bezemer: 'De ECB voert met QE in feite het begrotingsbeleid dat overheden nalaten te voeren, maar doet dit onder de noemer van monetair beleid. De politiek zou zijn verantwoordelijkheid moeten nemen in plaats van economisch beleid over te laten aan de ECB, want daar is de centrale bank eigenlijk niet voor. Het is nu de ECB die politici aanmoedigt om maatregelen te nemen om de economische groei aan te jagen en arbeidsmarkten te hervormen.'

'Het mandaat van de ECB is in feite een fopneus waar je alles wat je wil in kunt laten passen'

Gautier legt uit dat de ECB eigenlijk geen begrotingsbeleid mag voeren. 'Het kwijschelden van leningen mag bijvoorbeeld niet, maar er bestaat veel vaagheid over. Wanneer de ECB de opgekochte obligaties tot einde looptijd op de balans laat staan mag dat wel, maar dat is in feite gewoon begrotingsbeleid. Uiteindelijk zijn de Europese overheden namelijk eigenaar van de ECB en volgens de definitie gaat begrotingsbeleid over de overheidsfinanciën om de economie te bevorderen.' 'Monetair beleid en begrotingsbeleid zijn sowieso communicerende vaten,' zegt Dirk Bezemer. 'Of je nu geld int via belastingen of bijdrukt, het zijn twee kanten van dezelfde medaille. De ECB springt met haar monetaire beleid in het gat dat de lidstaten op het gebied van begrotingsbeleid hebben laten vallen. Dat is waar het probleem ligt. We hebben op deze manier een instituut in het leven geroepen dat over de schouders van nationale overheden beleid voert, maar niet democratisch toetsbaar is. De politieke verantwoording is er niet, maar de politieke druk en sturing zijn gewoon aanwezig. Er wordt veel overlegd tussen centrale bankiers en politici, alleen de democratische inspraak is zoekgeraakt in het systeem. Laten we vooral niet net doen of de ECB onafhankelijk is en gewoon erkennen hoe de politieke economie werkt.' Gautier benadrukt dat je 'in plaats van het subsidiëren van overheden en bedrijven

via QE ook gewoon kunt kiezen voor transparant begrotingsbeleid als alternatief medicijn. De Nederlandse politiek moet dan wel een standpunt innemen.'

Het paardenmiddel van de ECB verbloemt de besluiteloosheid en misschien ook wel de onmacht van nationale overheden om de zieke patiënten in hun economie in quarantaine te plaatsen, gericht te opereren of in de meest uitzichtloze gevallen euthanasie toe te passen. In plaats daarvan voert de ECB een beleid dat op de inflatiedoelstelling een placebo-effect heeft, maar wel degelijk bijwerkingen en resistentie oplevert in andere delen van de Europese economie. Het lijkt eerder op een aderlating, zoals die in de Middeleeuwen werd toegepast, dan op een doordachte medische ingreep. Blijven we stoïcijns vertrouwen op het paardenmiddel van de ECB, of is het tijd dat er een echte dokter opstaat?

