

De ECB en het sprookje van 'trickle down economics'

Thomas Bollen

Alle tegenargumenten en waarschuwingen ten spijt, blijft de Europese Centrale Bank van mening dat 'trickle down economics' werkt zoals de theorie voorschrijft: geld dat je aan de bovenkant in de economie pompt, vindt vanzelf zijn weg naar beneden zodat uiteindelijk iedereen profiteert. Is de ECB echt zo hardleers of worden de lessen domweg genegeerd?

Naar aanleiding van mijn vorige artikelen over het quantitative easing (QE) beleid van de Europese Centrale Bank (ECB) ontstond de nodige discussie op FTM en via Twitter. Het doet mij deugd bij te dragen aan het debat over dit megalomane miljardenprogramma en de gevolgen daarvan. Naast de positieve en verdiepende reacties, betitelde onder andere ECB-woordvoerder William Lelieveldt mijn analyse in een [Twitter-tirade](#) als 'totale flauwekul' en 'onzin'. Tijd voor bezinning en reflectie: deze week ging ik in gesprek met enkele economen om mijn bevindingen te toetsen.

Voor wie het gemist heeft: de ECB koopt obligaties (leningen) van staten en bedrijven op, bovenop het lage-rentebeleid. Binnen het programma is al voor meer dan 1500 miljard euro aan schuldpapier opgekocht, allemaal met geld dat uit het niets wordt gecreëerd. Het doel is de inflatie omhoog te brengen richting 2 procent, maar het beleid staat ter discussie vanwege de gebrekkige effectiviteit en de schadelijke neveneffecten ervan.

Tegen de muur omhoog

In een [interview](#) met FTM beschreef de Australische econoom Steve Keen het mechanisme achter het ECB-beleid als een typisch voorbeeld van trickle down economics. Volgens hem kun je beter 'tegen een muur omhoog pissen en wachten tot de grond gelijkmatig nat wordt' dan hopen dat het ECB geld zich evenredig over de economie verspreidt.

Banken hebben het goedkope geld vooral aangewend om hun eigen balansen op te schonen

Eelke de Jong, hoogleraar internationale economie aan de Radboud Universiteit Nijmegen, beschrijft het iets minder schunnig — maar niet minder duidelijk: 'Het is een theorie van héél véél veronderstellingen. Je draait aan de bovenkant een geldkraan open en via allerlei schoepenwielen moet het naar beneden doorsijpelen. Je kunt onmogelijk nagaan hoeveel er onderaan overblijft en waar het allemaal blijft hangen. Maar dát het blijft hangen staat buiten kijf.' Na de crisis is er namelijk weinig gesaneerd in het bankensysteem, aldus De Jong: banken hebben het goedkope geld vooral aangewend om hun eigen balansen op te schonen.

Ook financieel econoom Dirk Bezemer, hoogleraar aan de Rijksuniversiteit Groningen, onderstreept dat

goedkope financiering voor banken niet automatisch leidt tot meer leningen in de reële economie, maar dat het geld vaak eindigt op de balans van de bank. Hij schreef een [working paper](#) waaruit blijkt dat banken, dankzij het QE-beleid van de Engelse centrale bank, hun reserves konden verhogen terwijl tegelijkertijd het bewijs voor extra leningen of meer bestedingen ontbreekt. Is de ECB hardleers, of worden lessen uit andere landen bewust genegeerd om maar officieus banken te kunnen ondersteunen?

Zelfs banken niet blij

Luc Aben, hoofdeconoom bij Van Lanschot Bankiers, bevestigt dat banken tijdelijk voordeel hebben ondervonden van de lage rente doordat ze hun portefeuilles konden laten aansterken met het goedkope ECB-geld. Het is volgens hem echter niet zo dat banken zitten te springen op verlenging van het beleid: een langdurig lage rente werkt aan de andere kant namelijk ook negatief op het traditionele verdienmodel van de bank.

Aben: 'Banken verdienen aan het voor de lange termijn uitlenen van geld tegen een hogere rente dan de rente die zij zelf betalen voor het op korte termijn aantrekken van kapitaal. Het QE-beleid zet alle rentes onder druk, waardoor het verschil tussen lange- en kortetermijnleningen [de zogenoemde spread, red.] dermate klein is geworden dat banken nauwelijks marge kunnen maken op traditioneel uitlenen.' Het is dus niet zo gek dat QE vanuit de aanbodkant niet leidt tot meer bankleningen: voor banken levert het eigenlijk maar weinig op.

"Je kunt het ECB-beleid vergelijken met het opendraaien van de sproeier in een tuin en wachten tot de planten in het naastgelegen veld gaan groeien"

Losse circuits

Volgens Bezemer is de metafoor van een opengedraaide geldkraan boven de rest van de economie nog te rooskleurig vergeleken met de realiteit van QE. Je kunt het ECB-beleid volgens hem beter vergelijken met een opengedraaide geldsproeier in een tuintje, waarbij vervolgens verwacht wordt dat in het naastgelegen veld de planten gaan groeien. 'Zo werkt de economie gewoonweg niet. Het is belangrijk om heel duidelijk onderscheid te maken tussen geld dat circuleert in het financiële circuit van aandelen, obligaties, vastgoed, commodities en allerlei derivaten, en geld dat circuleert in het reële circuit van bedrijfsinvesteringen ten behoeve van productie, innovatie en werkgelegenheid.

'Het geld dat jij en ik gebruiken voor onze boodschappen, circuleert in het reële circuit. Het geld dat banken goedkoop kunnen lenen van de ECB komt in het eerste — financiële — circuit terecht, en blijft daar hangen.' De twee aparte circuits staan weliswaar met elkaar in verbinding, maar kunnen grotendeels los van elkaar functioneren.

De ECB heeft het onderscheid tussen de circuits uit het oog verloren. Door de tuin van het financiële circuit te besproeien, krijg je geen bloeiende bloemen in de rest van de economie. Als je van investeringsbanken obligaties koopt, dan moet je niet raar opkijken als ze dat geld ook weer investeren op de vermogensmarkten. Het wordt in aandelen, grondstoffen of vastgoed gestoken en komt dan niet in het

circuit van de reële economie terecht. Bezemer: 'Hoogstens de hogere variabele beloning van de bankiers wordt gespenseerd in de echte economie, maar dat is natuurlijk een bijzonder slechte onderbouwing voor succesvol beleid.'

Waar komt de term 'trickle down economics' vandaan?

De term *trickle down economics* wordt vooral gebruikt door economen die niet in de theorie geloven. Volgens de overlevering werd deze dan ook [geïntroduceerd](#) door de Amerikaanse comedian Will Rogers; het is eigenlijk altijd een grap gebleven. Het idee achter de theorie is dat welvaart vanaf de bovenkant van de samenleving doorsijpelt tot in de onderste regionen. Er is geen wetenschappelijke basis voor trickle down economics; economisch gewin voor de rijken leidt simpelweg niet automatisch tot welvaartsgroei voor de rest van de maatschappij. Dit [rapport](#) van het IMF concludeert bijvoorbeeld dat economische groei veel beter gestimuleerd kan worden door te focussen op de middenklasse en de armen.

De economische doctrine van Ronald Reagan heeft het trickle down-beleid echt groot gemaakt. Zijn *Reaganomics* van privatisering en belastingreductie — waarvan vooral de rijken, investeerders en de grootste bedrijven direct profiteerden — werd verantwoord met de belofte dat de voordelen uiteindelijk ook bij de armen terecht zouden komen. Voorstanders van de theorie redeneerden dat economische groei gestimuleerd moet worden vanuit de aanbodzijde: als je lage belastingen heft en weinig reguleert, kunnen bedrijven de productie verhogen. Daardoor ontstaan banen en stijgen de inkomens.

Met andere woorden: we vergroten de taart zodat iedereen meer te eten heeft, ook al zijn niet alle stukken even groot. Een mooie gedachte, maar de afgelopen 30 jaar hebben [aangetoond](#) dat het in de praktijk niet zo werkt.

[Lees verder Inklappen](#)

Midden- en kleinbedrijf

Ook in het bedrijfsleven worden trickle down-theorieën gebruikt om het ECB-opkoopprogramma voor bedrijfsobligaties (CSPP) te verantwoorden. Niet alleen de grote bedrijven van wie de obligaties worden gekocht zouden hiervan profiteren, is het verhaal, maar ook het midden- en kleinbedrijf (MKB). En dat terwijl het MKB niet leent via de obligatiemarkt, maar bij de bank moet aankloppen. 'Als ook het MKB financiering zou ophalen via obligaties zou het anders zijn,' zegt Eelke de Jong, 'maar het directe voordeel van dit programma is voor de corporates van wie de obligaties worden aangekocht, niet voor het MKB.'

Ook in het bedrijfsleven worden trickle down-theorieën gebruikt om het opkoopprogramma te verantwoorden

Luc Aben is het met De Jong eens. Hij nuanceert dat met een daling in het algemene rentebeleid lenen voor het MKB ook goedkoper wordt, maar merkt daarbij op dat in het huidige lage-renteklimaat een verdere daling vrijwel geen effect heeft. 'Het MKB profiteert niet rechtstreeks mee. Alleen bedrijven die op de obligatiemarkt lenen hebben direct profijt van het opkoopprogramma, terwijl de indirecte voordelen nihil

zijn.'

Nauwelijks effect

'Het beleid is zijn doel voorbij geschoten,' zegt ook Pieter Gautier, professor aan de economische faculteit van de Vrije Universiteit Amsterdam. De ECB richt zich op het omwisselen van obligaties voor cashreserves; dat heeft nauwelijks positieve effecten in het huidige economisch klimaat. Het is appels voor appels ruilen — en als je al weet dat de consument niet van appels houdt, snap je dat je daarmee geen extra consumptie aanjaagt.

Gautier vervolgt: 'Mensen zijn nog steeds bereid te sparen, ondanks de lage bankrente die ze ontvangen, en ook de vraag naar amper renderende staatsobligaties blijft hoog.' Dat komt omdat langetermijnbeleggers zoals pensioenfondsen verplicht obligaties moeten aanhouden en omdat burgers en bedrijven geen rendabele alternatieven voor hun geld zien. Een nog lagere rente en nog meer goedkoop geld via de obligatiemarkt inbrengen is dan vrij zinloos. 'Als iets nauwelijks effect heeft, kun je het beter niet doen.'

'Bedrijven bulken van het geld,' zegt Bezemer. 'Als ze mogelijkheden zien om in de economie te investeren doen ze dat echt wel. De ECB doet net alsof de hoeveelheid geld de beperkende factor is geweest voor het stagneren van investeringen in het verleden. Dat is onzin, want het geld klotste de wereld rond! Nu is er nog meer geld bijgekomen en dat wordt gebruikt voor het opkopen van eigen aandelen. Leuk voor aandeelhouders die de winst per aandeel zien stijgen, maar het levert geen extra investeringen op!'

"Het beleid is zijn doel voorbij geschoten"

Ook de reacties van bedrijven op de obligatie-aankooplijst van de ECB bevestigen dit verhaal. Alliander schrijft: 'De stand van de rente is niet van invloed op de hoogte van onze investeringen. Oftewel de lage rentestand leidt niet tot additionele financieringen.' Wolters Kluwer omschrijft het als volgt: 'Het opkoopprogramma van de ECB heeft geen impact op onze kapitaal beslissingen.' Deze reacties zijn in lijn met die van Aegon, Akzo Nobel, Enexis en Gasunie die ik in mijn vorige [artikel](#) al noemde.

Tekort aan investeringen

Het probleem ligt dus niet bij een tekort aan geld (ook wel liquiditeitsprobleem genoemd), maar aan een gebrek aan investeringen. Volgens Luc Aben komt dit doordat er nog steeds een overcapaciteit aan productiemiddelen is. Dat wil zeggen dat de industrie meer zou kunnen produceren met de huidige fabrieken, machines en andere productiemiddelen dan ze nu doet. 'Wanneer een deel van de productiecapaciteit nog onbenut is, dan heeft het geen zin om meer te investeren. Je gaat pas een nieuwe fabriek bouwen als je huidige fabriek de vraag niet meer aan kan en al op het maximum draait. Extra geld de economie inpompen heeft weinig nuttige effecten zolang de overcapaciteit bestaat, maar leidt tot speculatie en financiële luchtballonnen.' Met name op korte termijn profiteert alleen de financiële economie. Uiteindelijk brengt dat echter ook ongewilde instabiliteit. We moeten dus eerst de productie omhoog brengen.

De productie gaat pas omhoog als de vraag wordt gestimuleerd. Het ECB-beleid richt zich alleen op inflatie, maar als je de vraag wilt stimuleren kun je dat volgens Pieter Gautier beter doen door overheidsbestedingen te verhogen of belasting te verlagen. 'Als je de bestedingen kunt aanjagen zonder inflatie, is dat alleen maar voordelig.' Gautier benadrukt dat hij zelf op dit moment niet voor zulk fiscaal stimuleringsbeleid is, aangezien het in Nederland helemaal niet zo slecht gaat met de economie. 'Wanneer je dan toch probeert de bestedingen omhoog te krijgen, is monetaire verruiming (QE) in ieder geval niet het beste instrument wanneer de rente al nagenoeg nul procent is.'



De geldsproeier van de ECB © Thomas Bollen

Herverdeling

'Het ECB-programma heeft onbedoelde herverdelingseffecten van arm naar rijk,' vervolgt Gautier. 'Herverdeling in deze vorm werkt welvaartverlagend en stimuleert de economie niet. De economische theorie leert ons dat de "marginale waarde" van een euro het grootst is aan de onderkant van de samenleving. Bovendien hebben mensen aan de onderkant, zoals langdurig werklozen, minder te besteden en kunnen ze moeilijker lenen. Dat betekent dat ECB-euro's die bij deze mensen terechtkomen ook weer snel worden uitgegeven.'

'De marginale waarde van een euro is het grootst aan de onderkant van de samenleving'

Gautier onderstreept dat geld uitdelen de markt zou verstoren en een vorm van herverdeling is; hij vraagt zich af of de ECB daar het juiste instituut voor is. 'Maar ja, het huidige beleid werkt ook marktverstorend en is eveneens een vorm van herverdeling, maar dan van onder naar boven.'

Ook Luc Aben beaamt dat het veel effectiever om van de onderkant te stimuleren. 'Als je arbeidsparticipatie en consumptie wil bevorderen, dan moet je concretere maatregelen van onderaf nemen. De trickle down-politiek van Reagan en Bush [de Republikeinse presidenten die er tussen 1981 en 1993 aan de macht waren, red.] werkt simpelweg niet. Wanneer je de inkomensongelijkheid verkleint, heeft dat positieve macro-economische effecten.'

Op dit moment bedraagt het totale opkoopprogramma van de ECB al meer dan 3000 euro per inwoner van de EU. Zouden deze euro's niet beter op een andere manier aangewend kunnen worden? De inflatie is hoogstens enkele tienden van een procent omhoog gegaan en dan is het nog de vraag of dit alleen komt door het beleid. Als het ECB-beleid gericht is op het verhogen van inflatie, dan is het beleid bijzonder ineffectief ingericht, daarover bestaat geen twijfel bij de economen die ik heb gesproken.

Maar wat critici — zoals het IMF, de Wereldbank en zelfs de [paus](#) — ook schrijven of zeggen, het lijkt bij ECB-voorzitter Mario Draghi tegen dovemansoren gericht. De ECB gelooft heilig in de trickle down-effecten van haar opkoopprogramma en zet haar beleid stoïcijns voort zonder onderbouwing of bewijzen. Uitgezonderd de Twitterherrie van een enkele ECB-woordvoerder, overheerst de stilte en lijken niet alleen de beleidsmakers, maar ook de politiek met het sprookje in slaap gesust.

