

MONETAIR BELEID CENTRALE BANKEN STEEDS MINDER EFFECTIEF

Door Joost van Mierlo

De een zijn dood is de ander zijn brood. Dat lijkt het devies te zijn van het beleid van centrale banken wereldwijd. Het is een zorgelijke ontwikkeling.

Dat zegt Silvana Tenreyro, hoogleraar Economie aan de London School of Economics. Ze heeft de afgelopen jaren diverse artikelen gepubliceerd waarin het beleid van centrale banken aan de kaak is gesteld. Haar onderzoek richt zich op de effectiviteit van het beleid van centrale banken. De maatregelen die ze nemen, worden geleidelijk aan steeds extremer. En dat terwijl er goede redenen zijn om te twifelen aan de effectiviteit van dat beleid.

Dit is een belangrijk moment in de economische geschiedenis, stelt Tenreyro. Het is juist daardoor een uitgelezen moment om even een pas op de plaats te maken. Waar zijn we in hemelsnaam mee bezig? lijkt ze zich af te vragen. Centrale banken zijn belangrijker dan ooit. Een geringe renteverhoging van de Federal Reserve, het Amerikaanse stelsel van centrale banken, wordt gezien als een determinerend moment. En dat terwijl de rentevoeten van centrale banken zich op dit moment op een extreem laag niveau bevinden.

Alle reden om de zin en de effectiviteit van het beleid van centrale banken aan de kaak te stellen. Financial Investigator legde Silvana Tenreyro tien vragen voor.

De meest wezenlijke rol van centrale banken is dat ze een soort van stabilisator zijn van de economische activiteiten in de regio waar ze verantwoordelijk voor zijn.

CENTRALE BANKEN HEBBEN EEN CRUCIALE ROL GEKREGEN IN HET TRACHTEN TE STIMULEREN VAN DE WERELDWIJDE ECONOMISCHE GROEI SINDE DE KREDIETCRISIS VAN 2008 EN 2009. KUNT U VERKLAREN HOE ZE DEZE ROL HEBBEN VERKREGEN?

‘Centrale banken hebben inderdaad een belangrijke rol vervuld sinds het uitbreken van de economische crisis in 2007/2008. Aanvankelijk hebben ze niets anders gedaan dan wat van hen werd verwacht. De meest wezenlijke rol van centrale banken is dat ze een soort van stabilisator zijn van de economische activiteiten in de regio waar ze verantwoordelijk voor zijn. Dat wil zeggen dat ze de nationale economie stimuleren in tijden van economische tegenslag. Daar staat natuurlijk tegenover dat ze proberen de economische activiteiten te temperen op het moment dat er sprake is van een periode van economisch hoogtij. Dat staat allemaal nog los van de rol van centrale banken waar het gaat om het voorkomen van extreme inflatie. Ze spelen een belangrijke rol op het gebied van prijsstabiliteit. Dat is precies wat de centrale banken deden bij het uitbreken van de crisis: ze stimuleerden de economie en zorgden dat dit niet gepaard ging met een sterke groei van de inflatie. Precies de juiste maatregelen, in mijn ogen.’

U ZEGT DAT CENTRALE BANKEN GEDAAN HEBBEN WAT ZE MOESTEN DOEN. MAAR ZIJN ER WAT DAT BETREFT GEEN VERSCHILLEN TE ONDERKENNEN? DE AMERIKAANSE FEDERAL RESERVE REAGEERDE ANDERS DAN DE EUROPESE CENTRALE BANK. EN DIE REAGEERDE WEER ANDERS DAN HUN EQUIVALENTEN IN JAPAN EN CHINA. HEEFT IEMAND HET GOED GEDAAN?

‘Het klopt dat diverse centrale banken heel verschillend hebben gereageerd. De Amerikaanse

centrale bank was duidelijk het meest agressief in haar reactie op de economische crisis. Het heeft er mede voor gezorgd dat het herstel van de Amerikaanse economie voorspoediger was dan het herstel elders. Daarmee wil ik overigens niet zeggen dat het herstel van de Amerikaanse economie alleen het gevolg was van het beleid van de centrale bank. Er zijn andere oorzaken aan te wijzen voor het opzienbarende herstel van de Amerikaanse economie. Maar het beleid van de Federal Reserve heeft daar ontegenzeggelijk aan bijgedragen.'

DE AMERIKANEN WAREN RAZENDSNEL MET HET VERLAGEN VAN DE OFFICIËLE RENTE TOT EEN NIVEAU IN DE BUURT VAN 0%. DAARNAAST WAS ER SPRAKE VAN EEN RUIM MONETAIR BELEID MET HET OPKOPEN VAN ALLERHANDE OBLIGATIES. ANDERE LANDEN REAGEERDEN MET EEN ZEKERE VERTRAGING. MAAR ZE LIJKEN HET AMERIKAANSE BELEID IN EEN EXTREME VORM TE KOPIËREN. NEGATIEVE RENTES ZIJN INTUSSEN GEMEENGOED GEWORDEN. HOE KIJKT U DAAR TEGENAAN?

'Die negatieve rentes beschouw ik als een economisch experiment. Het is onontgonnen terrein waar het gaat om het beleid van centrale banken. De Europese Centrale Bank, de centrale bank van Japan en diverse andere Europese centrale banken zijn inmiddels overgegaan tot het hanteren van negatieve rentes. Ik kan niet anders zeggen dan dat het hier om een soort van experiment gaat van de betreffende centrale banken. We leren nog altijd van dag tot dag wat de gevolgen zijn van dit beleid.

Het is een zorgelijke ontwikkeling. Mijn belangrijkste zorg is dat het leidt tot een soort van beleid waarbij centrale banken denken dat 'de een zijn dood, de ander zijn brood' is. Iedere centrale bank probeert de officiële rente zo laag te maken dat het land net iets concurrerende is dan de ander. Ieder land probeert de rente in het eigen land, of de eigen regio, te verlagen tot het niveau waarop het land, of de regio, net iets competitiever is dan de ander. Dit dwingt andere landen, of beter gezegd, andere centrale banken, om dit beleid te volgen. Het gevolg is dat geen enkel land, of geen enkele regio, uiteindelijk profiteert.

Dit heeft nog een ander negatief gevolg. De winst die bereikt wordt via een renteverlaging is uiteindelijk minder dan gehoopt. Door de spiraal van renteverlagingen wordt geen enkel land uiteindelijk competitiever dan de concurrenten. Het

Door de spiraal van renteverlagingen wordt geen enkel land uiteindelijk competitiever dan de concurrenten.



Foto: Archief LSE

CV Silvana Tenreiro

- 1973 Geboren in Argentinië
- 1997 BA Economics, National University of Tucuman, Argentina
- 1999 Masters of Arts Harvard University
- 2002 PhD Economics Harvard University
- 2004 Assistant Professor London School of Economics
- 2008 Associate Professor London School of Economics
- 2012 Hoogleraar Economie London School of Economics
- 2016 Voorzitter Women's Committee, Royal Economic Society

zorgt ervoor dat de politiek van renteverlagingen uiteindelijk nauwelijks effectief kan worden genoemd.'

WAT IS DE OPLOSSING?

'Het gaat uiteindelijk om het internationaal afstemmen van de afzonderlijke beleidsbeslissingen. Daar ontbreekt het vooralsnog aan. En toch is er alle reden om dat te doen. Ik heb samen met Greg Thwaites onderzoek gedaan naar de effectiviteit van het beleid van de Amerikaanse Federal Reserve. Daaruit blijkt dat het beleid in de afgelopen jaren geleidelijk aan minder invloedrijk is geworden. Het is ook minder invloedrijk dan het was ten tijde van voorgaande recessies waarmee de Verenigde Staten te maken heeft gehad.'

WAAR LIGT DAT AAN? HOUDEN CENTRALE BANKEN TE LANG VAST AAN EEN LAGE RENTE OM OP DIE MANIER TE TRACHTEN DE ECONOMIE TE STIMULEREN?

'Het is moeilijk om dat te zeggen. Laten we niet vergeten dat we nog altijd bezig zijn om ons te ontworstelen aan de gevolgen van de crisis. Ik denk niet dat we kunnen zeggen dat centrale banken te lang hebben vastgehouden aan de lage rentepolitiek. Ik ga er vooralsnog vanuit dat ze het juiste beleid hebben gehanteerd. Het eerder verhogen van de rente zou waarschijnlijk alleen maar schadelijke gevolgen hebben gehad.'

DE NADRUK LIJKT TE LIGGEN OP DE MONETAIRE STIMULERING VAN DE ECONOMIE, VIA CENTRALE BANKEN. HEBBEN LANDEN TE WEINIG AANDACHT BESTEED AAN HET STIMULEREN VAN HUN ECONOMIE VIA HOGERE OVERHEIDSUITGAVEN OF STRUCTURELE MAATREGELEN OM DE ECONOMIE TE VERBETEREN?

'Ook wat dit betreft is het moeilijk om een antwoord te geven dat geldig is voor verschillende landen. Ik denk dat het duidelijk is dat de Amerikanen veel directer hebben gereageerd op de crisis. Zij hebben belangrijke maatregelen genomen om de economie te stimuleren, ook met overheidsuitgaven. Dit in tegenstelling tot de landen van de Europese Unie. Dit is wellicht een van de belangrijkste redenen dat het herstel in de Verenigde Staten spoediger was dan in Europa.'

VALT DAAR EEN LES UIT TE TREKKEN?

'Ja, dat denk ik wel. Ik denk dat landen in Europa nog een extra impuls kunnen gebruiken. Dan gaat het om meer monetaire stimulering, maar zeker ook om een directe stimulering via de uitgaven van de overheid.'

Het gaat uiteindelijk om het internationaal afstemmen van de afzonderlijke beleidsbeslissingen. Daar ontbreekt het vooralsnog aan.

DAT IS NIET DE ENIGE ZORG VOOR EUROPA OP DIT MOMENT. DE KOMENDE MAAND BESLISSEN DE BRITEN OVER HET LIDMAATSCHAP VAN DE EUROPESE UNIE. HOE KIJKT U DAAR TEGENAAN?

'Ik denk dat een Brexit een enorm risico met zich meebrengt. Niet alleen voor de Britten zelf, maar ook voor de EU in het algemeen. Het zorgt voor economische onzekerheid. Die vertaalt zich hoe dan ook in lagere investeringen en daardoor lagere groei in de regio.'

U WOONT AL GERUIME TIJD IN LONDEN. HOE KIJKT U AAN TEGEN DE KWALITEIT VAN DE DISCUSSIE DIE WORDT GEVOERD RONDOM EEN MOGELIJKE BREXIT?

'Het publieke debat gaat met name om de economische kosten voor de Britten bij een mogelijk vertrek. Ik denk eerlijk gezegd dat de Britten vrij snel nieuwe handelsovereenkomsten zouden kunnen tekenen met de belangrijkste handelspartners na een eventueel vertrek.

Maar daar staat tegenover dat een vertrek uit de EU voor onzekerheid zal zorgen, zoals ik al eerder zei. Die onzekerheid vertaalt zich in lagere investeringen en daardoor minder groei. Dat is natuurlijk niet goed. Daarnaast denk ik dat een vertrek van de Britten negatief zal zijn voor de toekomst van Europa als geheel. Het verzwakt een belangrijke regio in een periode waarin geopolitieke spanningen juist groter worden.'

- Protectionisme bedreigt groei wereld-economie.
- Eerder verhogen rente zou schadelijk zijn geweest.
- Brexit-discussie nu al negatief voor Britten en EU.
- Negatieve rentes zijn onontgonnen terrein voor centrale banken.