



# Parlement en Wetenschap

## RENTEBELEID ECB

Deze factsheet is tot stand gekomen in het kader van de samenwerking tussen de Tweede Kamer, de KNAW, NWO, VSNU en de Jonge Akademie.

Auteur: Prof. dr. L.H. (Lex) Hoogduin

maart 2019

## De noodzaak van een evaluatie van het ECB-raamwerk voor monetair beleid

### Inleiding

Ten behoeve van uw bezoek aan de ECB heeft u gevraagd om een factsheet waarin met name wordt ingegaan op “*de effecten van het rentebeleid, het afbouwen daarvan. Voor Nederland specifiek en voor de Europese financiële markt en de begrotingen van de lidstaten*”.

Ik ga in dit memo eerst in op de vraag waar de ECB op dit moment staat en hoe de ECB-strategie zich tijdens het presidentschap van Draghi heeft ontwikkeld. Daaruit trek ik de conclusie dat de belangrijkste beleidsvraag op dit moment niet het afbouwen van het rentebeleid is en dat een evaluatie van het raamwerk (strategie, instrumenten en achterliggende theorie) van de ECB voor monetair beleid wenselijk is. Het aantreden van de nieuwe president in november is het moment om die evaluatie onder zijn/haar leiding te starten. Ten slotte behandel ik mogelijke vragen/onderwerpen die in het kader van een evaluatie van het ECB-raamwerk aan de orde kunnen komen.

### Waar staat de ECB op dit moment?

#### Strategie

Aan het eind van 2011 trad Mario Draghi aan als president van de ECB voor een periode van acht jaar, die nu dus bijna ten einde is. De ECB is volgens het EU-Verdrag gehouden (primaire doelstelling) prijsstabiliteit in het eurogebied als geheel na te streven en daarnaast de andere doelen van het economisch beleid van de EU te ondersteunen.

De ECB heeft bij haar oprichting de manier waarop zij haar primaire doel wil bereiken gedefinieerd in haar monetaire strategie<sup>1</sup>. Zij heeft deze strategie in 2003 geëvalueerd en verduidelijkt<sup>2</sup>. Daarna heeft nooit meer een formele evaluatie van de strategie plaatsgevonden. Wel is de ECB in 2007 gestopt met het formuleren en publiceren van richtlijnen voor de groei van de geldhoeveelheid.

Tijdens de periode Draghi is de ECB, in afwijking van de gepubliceerde strategie, de aandacht gaan richten op de zogenoemde ‘kerninflatie’<sup>3</sup>. Dat is de inflatie, gecorrigeerd voor prijsveranderingen van voedsel en energie. De kerninflatie zou beter de onderliggende trend van de inflatie meten. Prijzen van voedsel en energie zouden volatiel zijn en het onderliggende beeld verstoren. Er is nog een andere belangrijke verandering in de strategie opgetreden. Tot de periode Draghi werd gesteld dat de ECB een **definitie** van prijsstabiliteit hanteerde van dichtbij maar onder de 2% per jaar voor het eurogebied. Onder Draghi is de definitie omgezet in een **doel**, zonder dat is uitgelegd waarom<sup>4</sup>.

De ECB is gebruik gaan maken van zogenoemde *forward guidance*. Dat zijn publieke richtlijnen over de toekomstige inzet van het ECB-beleid. Bijvoorbeeld: de rente zal dit jaar niet worden verhoogd.

<sup>1</sup> ECB 1998

<sup>2</sup> ECB 2003

<sup>3</sup> Eijffinger en Hoogduin 2017, 2018

<sup>4</sup> Eijffinger en Hoogduin 2017, 2018

## Instrumentarium en inzet daarvan

Tijdens de periode Draghi is de beleidsrente teruggebracht naar 0%. De depositorente is zelfs nu al een langere periode negatief. De ECB is gestoten op de zogenoemde *zero lower bound*, de effectieve benedengrens van de beleidsrente.

De ECB is daarom zogenoemd onconventioneel beleid gaan voeren. Belangrijk onderdeel daarvan is *quantitative easing* (QE): het door de ECB opkopen van vooral staatsobligaties. Maar er is nog een hele lijst andere maatregelen<sup>5</sup>.

## Voorspellingen

Bij het formuleren van haar beleid maakt de ECB gebruik van modellen om de inflatie op de middel-lange termijn (1-2 jaar) te voorspellen. De ECB overschat de inflatie en de werkloosheid de laatste vijf jaar systematisch<sup>6</sup>. Het ECB-model werkt niet (meer). De ECB begrijpt het inflatieproces in het eurogebied niet (meer). Daarmee samenhangend is onduidelijk waarom het economisch herstel wel heeft geleid tot een forse daling van de werkloosheid, maar niet tot hogere lonen<sup>7</sup>.

## Uitkomsten

De ECB slaagt er nu al jaren niet in het zichzelf opgelegde doel van een kerninflatie van dichtbij maar onder de 2% te halen. De kerninflatie blijft steken rond de 1%. Dit is het geval ondanks een QE-programma van ongeveer €2600 miljard en een beleidsrente die al jaren nul is. De ECB heeft de laatste acht jaar alleen maar gestimuleerd. Ook toen de groei in het eurogebied zich herstelde en de werkloosheid daalde, is de kerninflatie niet in de richting van het doel gaan bewegen. Binnen de ECB-bestuursraad zijn vrij hardnekkige meningsverschillen over het beleid ontstaan tussen de meerderheid rond Draghi en een minderheid waarvan onder andere Weidmann en Knot deel uitmaken.

Eind vorig jaar is de groei van het QE-programma gestopt. Vervallende aangekochte obligaties worden nog wel vervangen. De discussie leek zich te gaan richten op de vraag hoe het monetaire beleid in stappen zou kunnen worden genormaliseerd<sup>8</sup>. De hapering van de conjunctuur in het eurogebied heeft deze discussie op ijs gezet. De urgente beleidsvraag is nu: (hoe) kan de ECB een recessie, met mogelijk neerwaartse druk op de al lage inflatie voorkomen/bestrijden<sup>9</sup>? Mogelijke renteverhoging dit jaar is achter de horizon verschoven en een aflopend programma voor goedkope langjarige financiering voor banken om krediet te verlenen wordt met nieuwe voorwaarden verlengd ('TLTRO', onderdeel van onconventioneel beleid).

## Conclusie

De ECB zit in zwaar weer. Ze haalt haar doel nu al jaren niet en overschat de inflatie voortdurend. De cohesie in de ECB-bestuursraad laat te wensen over. Daarbij is het beleid ogenschijnlijk niet alleen ineffectief, maar er is kritiek op de grote mogelijke bijwerkingen van het beleid<sup>10</sup>: uitstel van nodig structureel beleid en verminderen overheidsschulden (moreel risico); zeepbellen in financiële en huizenmarkten, druk op pensioenfondsen en levensverzekeraars, boom/bust-cycli<sup>11</sup>, uitschakeling van marktkrachten, vermindering van productiviteits- en economische groei<sup>12</sup>, inflatie, verlies aan geloofwaardigheid van de ECB en verlies aan steun voor de onafhankelijkheid van de ECB.

<sup>5</sup> Praet 2017

<sup>6</sup> Darvas 2018

<sup>7</sup> Bullard 2018, Giles 2017

<sup>8</sup> German Council of Economic Experts 2018/2019, Praet 2018

<sup>9</sup> Modi 2019 a, b

<sup>10</sup> Eijffinger en Hoogduin 2017, 2018

<sup>11</sup> Borio, Disyatat, Juselius and Rungcharoenkitkul 2018, Ebeling 2018, Schularick and Taylor 2012

<sup>12</sup> Borio, Disyatat, Juselius and Rungcharoenkitkul 2018

Het is gewenst om het ECB-raamwerk voor monetair beleid (strategie, instrumentarium, voorspellingen, onderliggende theorie) van de laatste acht jaar te evalueren<sup>13</sup>. Het zou sowieso goed zijn om dat tot een gebruik te maken wanneer een nieuwe president aantreedt en, gelet op het aantreden van nieuwe leden van de ECB-bestuursraad, gedurende de acht jaar van een presidentschap. De laatste formele evaluatie vond plaats in 2003. Er is nu extra reden voor een dergelijke evaluatie, gelet op de moeilijke situatie waarin de ECB zich nu bevindt en de bijzondere periode die we achter ons hebben. Het doel zou ook moeten zijn de cohesie in de ECB-bestuursraad te herstellen.

De ECB zou hierbij niet alleen staan. De FED heeft inmiddels aangekondigd dit jaar een evaluatie van haar strategie, instrumenten en communicatiepraktijk uit te voeren<sup>14</sup>. Hetzelfde geldt voor de Canadese centrale bank<sup>15</sup>. Inmiddels heeft Rehn (ex-Eurocommissaris en nu lid van de ECB-bestuursraad) een heroverweging van het ECB-raamwerk monetair beleid bepleit, omdat de ECB er de laatste jaren niet in is geslaagd haar inflatiedoel te halen<sup>16</sup>.

Aandelenprijzen hebben op die manier weinig meer met bedrijfsprestaties te maken, waardoor de aandelenmarkt haar functie als indicator van goede investeringsmogelijkheden verliest. Lage rentes vergroten ook de ongelijkheid: wie aandelen heeft - en dat zijn toch al de rijkere - profiteerde, de rest niet.

## Evaluatie

De voorgestelde evaluatie zou breed moeten zijn en ook gebruik moeten maken van externe input (andere centrale banken en academici). Over veel onderwerpen bestaan verschillende opvattingen in de academische wereld. Aan de volgende onderwerpen kan worden gedacht:

- Definitie van prijsstabiliteit versus doel voor inflatie (*inflation targeting*). Daarmee samenhangend de vraag naar de rol van de geldhoeveelheid in de strategie<sup>17</sup> en ten principale de vraag of *inflation targeting* als strategie moet worden gehandhaafd? Is *inflation targeting* niet te ambitieus in de complexe economie die het eurogebied is?<sup>18</sup> Zouden meerdere prijzen dan alleen consumptieprijzen in de beschouwing moeten worden betrokken? Hoe wordt het vaststellen van de rente langs de gehele termijnstructuur als strategie beoordeeld?<sup>19</sup> Hoe een doel te stellen voor het prijsniveau in plaats van voor de inflatie? Is er een rol voor de ECB bij het handhaven van financiële stabiliteit?<sup>20</sup> En, zo ja, welke (binnen het EU-verdrag)? En bij het nastreven van volledige werkgelegenheid? En, zo ja, welke (binnen het EU-verdrag)? Kan/moet de ECB beter rekening houden met onzekerheid?<sup>21</sup>
- Keuze van het inflatiedoel. Is het huidige nog goed of zou het hoger of lager moeten en/of moet de horizon voor het bereiken van dat doel worden verlengd?<sup>22</sup>
- Een getal voor als inflatiedoel (punt doel) of een interval?<sup>23</sup>
- Hoe wordt *forward guidance* beoordeeld?<sup>24</sup>
- Moet er een zogenoemd risicovrije (*'safe'*) vermogenstitel (*'asset'*) gebaseerd op overheidsschuld in het eurogebied worden gecreëerd?<sup>25</sup>
- Hoe wordt het gebruik van negatieve rentes geëvalueerd?<sup>26</sup> Daarmee samenhangend: zou de ECB digitaal geld moeten invoeren? Bankbiljetten moeten afschaffen?<sup>27</sup>
- Hoe effectief zijn QE en andere instrumenten van onconventioneel beleid?<sup>28</sup> Zou QE alleen noodinstrumentarium moeten zijn of onderdeel van het reguliere instrumentarium? Wat te denken van de bovengenoemde (potentiële) bijwerkingen van het onconventionele instrumentarium?<sup>29</sup>
- Zou QE ook aangewend kunnen of moeten worden voor beleid dat hoge prioriteit heeft binnen de EU, zoals bij voorbeeld voor de financiering van verduurzaming?<sup>30</sup>
- Waarom is de rente zo lang zo laag?<sup>31</sup> Komt dit door wat wordt genoemd 'seculiere stagnatie' (dat is structureel lage groei door vergrijzing, lage investeringsvraag, lage verwachte groei van de productiviteit, etc.)<sup>32</sup> Of is het ECB-beleid zelf voor een belangrijk deel debet aan de lage rente?<sup>33</sup>

- 13 Hoogduin 2019
- 14 Clarida 2019
- 15 Wilkins 2018
- 16 Rehn 2019
- 17 Bini Smaghi 2018, Eijffinger en Hoogduin 2017/2018
- 18 Eijffinger en Hoogduin 2017, 2018 en Hoogduin 2016
- 19 Chaurushiya and Kuttner 2016, Khan 2016
- 20 Borio, Disyatat, Juselius and Rungcharoenkitkul 2018, Borio 2019
- 21 Claeyns, Demertzis and Mazza 2018, Eijffinger en Hoogduin 2017, 2018 en Hoogduin 2016
- 22 Borio, Disyatat, Juselius and Rungcharoenkitkul 2018, Demertzis 2017, Leigh 2010
- 23 Borio, Disyatat, Juselius and Rungcharoenkitkul 2018, Bini Smaghi 2017, Sveriges Risksbank 2016
- 24 Praet 2017
- 25 Constancio 2018, ESRB 2017
- 26 IMF 2017
- 27 Rogoff 2014
- 28 CPB 2019, Praet 2018, Hammerman, F., Leonard, K., Nardelli, S. and J. von Landesberger 2019, Modi 2019 a,b
- 29 Banerjee and Hofmann 2018, Eijffinger en Hoogduin 2017, 2018, Hoogduin 2019
- 30 Merler 2018
- 31 Brand, Bielecki and Penalver 2018
- 32 Rachel and Summers 2019, Summers 2015, Teulings and Baldwin 2014, Wolf 2019
- 33 Borio, Disyatat, Juselius and Rungcharoenkitkul, 2017, Borio, Disyatat, Juselius and Rungcharoenkitkul 2018

*Disclaimer: De Jonge Akademie, KNAW, NWO en VSNU bemiddelen tussen parlementaire kennisvraag en wetenschappelijk kennisaanbod. De informatie in het kader van Parlement en Wetenschap is afkomstig van vooraanstaande wetenschappers, maar niet onderworpen aan peer review en niet door de wetenschapsorganisaties geïntermediëerd.*

