

COMMUNICERENDE EUROVAATJES

Het nieuws dat de Europese Centrale Bank (ECB) een duizelingwekkend bedrag van 1.140 miljard in de economie gaat pompen, sierde de voorpagina van zowat alle Europese kranten. Aangezien het grotendeels over de aankoop van overheidsobligaties gaat, staan we voortaan ook bloot aan mogelijke verliezen als een lidstaat de staatsschuld niet kan terugbetalen. Een gedachte die vooral in Nederland en Duitsland de gemoederen hoog doet oplopen.

Meer dan een biljoen euro? Het bekt mooi, maar het is een brutocijfer. Niet dat Vadertje Staat een belasting op deze aankopen heft of zo, maar een eerdere maatregel van de ECB zal de aankopen deels neutraliseren. Sinds de crisis is uitgebroken, kunnen banken immers op eigen initiatief ongelimiteerd vers geprinte euro's bij de ECB verkrijgen. Ze moeten alleen overheidsobligaties (!) als onderpand aan de ECB geven, en een verwaarloosbare rente van 0,05 procent betalen. Momenteel maken banken er voor ruim 500 miljard van gebruik. Het ligt voor de hand dat het opkopen van overheidsobligaties met euro's bij banken tot gevolg heeft dat ze gewoon minder geld zullen tappen van het bestaande eurovaatje. Het is dus gedeeltelijk een broekzak-vestzak operatie: een verschuiving van de ene geldkraan naar de andere. Bij een vorige ECB-bazooka van 1.000 miljard (leningen voor drie jaar aan banken), was de netto toename van de hoeveelheid euro's daardoor slechts de helft.

Voorts is er afgesproken dat de risico's van de nieuw aangekochte overheidsobligaties slechts gedeeltelijk collectief gedragen worden, en grotendeels door de nationale bank van het land in kwestie. De verschuiving van het ongelimiteerde eurovaatje, waarvoor alle lidstaten collectief de mogelijke verliezen dragen, naar een aankoopprogramma waarbij de verliezen slechts gedeeltelijk collectief zijn, zou weleens als gevolg kunnen hebben dat we voortaan niet meer, maar minder zullen blootstaan aan een faillissement of schuldherschikking van pakweg Portugal of Italië. Die vrees is dus alvast ongegrond.

Het aankoopprogramma roept ook controverse op bij economen en politici. Volgens de enen zijn er geen gevaren aan verbonden, en is het dé oplossing voor de economische malaise. Volgens de anderen is het een maat voor niets: alleen structurele maatregelen kunnen de Europese economie uit het slop halen, en deze geldinjectie leidt alleen maar tot uitstel.

Structurele maatregelen zijn zonder twijfel de drijvende kracht van economische groei op lange termijn. Hervormingen in de arbeidsmarkt, pensioenen, fiscaliteit, bankensector, euroconstructie en gezonde overheidsfinanciën zijn bijgevolg noodzakelijk. De geschiedenis leert ons echter dat het makkelijk een decennium kan duren vooraleer dergelijke maatregelen aanslaan, tenzij ze op korte termijn gepaard gaan met een beleid dat de vraag ondersteunt. Een lastenverlaging voor bedrijven zal zich bijvoorbeeld pas in jobs vertalen als er ook vraag is naar de goederen die de bedrijven produceren. Maar die extra vraag is er dan weer niet zolang er niet meer mensen aan de slag zijn die hun inkomen kunnen consumeren.

We hebben bijgevolg nood aan een hefboom om de steen te doen rollen. Voor een stimulerend begrotingsbeleid is er (behalve in Duitsland en enkele andere landen) jammer genoeg nauwelijks ruimte en weinig vertrouwen, terwijl ongezonde overheidsfinanciën deel uitmaken van het probleem. Met drie decennia van lage inflatie hebben centrale banken daarentegen wel geloofwaardigheid opgebouwd om de vraag te ondersteunen. De ECB mag zelfs gerust wat ambitieuzer zijn.

Kan het aankopen van overheidsobligaties de vraag ondersteunen? Ondertussen hebben we meer geleerd over de mogelijke effecten dan sommigen doen uitschijnen. Qua onderzoek is dit mijn speeltuin. Macro-economen beschikken niet over labo's om experimenten te doen. Het gedrag van mensen in de toekomst kan je ook nooit exact voorspellen. Maar we beschikken wel over technieken om de gevolgen van beleidsmaatregelen uit het verleden met een bepaalde waarschijnlijkheid te becijferen. Zo weten we met grote zekerheid dat gelijkaardige maatregelen in andere landen (Verenigde Staten, Verenigd Koninkrijk, Canada, Japan,...) en eerdere aankoopprogramma's in Europa (de ECB heeft bijvoorbeeld al eerder meer dan 200 miljard overheidsobligaties opgekocht) een positief effect op de groei hebben gehad. Het effect is wel tijdelijk, en onvoldoende om op eigen kracht alle problemen op te lossen. Maar het is voldoende groot om als hefboom te kunnen dienen, zodat structurele maatregelen zich in jobs en een relance van de economie vertalen. Kortom, er is geen reden voor beide strekkingen om elkaar in de haren te zitten: de boodschap is de handen in elkaar slaan.