



**‘Het is niet altijd prettig als je tweet in de krant staat. Veel op Twitter is tongue-in-cheek, in de krant krijgt het te veel gewicht.’**

**KOEN FILLET** laat – al dan niet tongue-in-cheek – zijn licht schijnen over het medium naar aanleiding van een debat in ‘Peeters en Pichal’ (op Twitter).

## EUROPESE CENTRALE BANK EN OVERHEDEN AAN ZET

De voorbije dagen werd in deze krant een heftige discussie gevoerd over de rol van de Europese Centrale Bank in de eurocrisis. **GERT PEERSMAN** spaart de kool en de geit: zowel de bank als de overheid moet verantwoordelijkheid nemen.

# Alleen een tandem klimt uit de eurocrisis



**GERT PEERSMAN**

**Wie?** Hoogleraar monetaire economie en beleid, UGent.

**Wat?** De bazooka van de ECB alleen zal ons niet redden.

**Waarom?** De centrale bank kan daarbij serieus haar vingers verbranden.

Economen worden tegenwoordig opgedeeld in twee kampen. Zij die vinden dat alleen de Europese Centrale Bank (ECB) de eurocrisis kan bezweren door haar bazooka boven te halen en ongelimiteerd steunaankopen te doen van overheidsobligaties, en zij die vinden dat overheden zelf orde op zaken moeten stellen. Zoals vaak ligt de waarheid ergens in het midden. Het ene kan immers niet slagen zonder het andere.

De bazooka kan de problemen niet zomaar wegbazen. *There is no such thing as a free lunch.* De ECB kan bij het afvuren serieus haar vingers verbranden. Laten we het gemakshalve niet over mogelijke inflatiegevolgen hebben, want het effect op de geldhoeveelheid kan de ECB neutraliseren met andere instrumenten. Ze zal echter wel de eventuele verliezen op die interventies moeten dragen. In normale tijden maakt de ECB winst op haar activiteiten door het geven van leningen aan banken. Die niet geringe winst wordt via de nationale centrale banken uitgekeerd aan de overheden, en komt op die manier in de overheidsbegrotingen terecht. Indien probleemlanden op de vervaldag niet in staat zijn hun leningen volledig terug te betalen, moet de ECB dit als verlies opnemen in haar resultaat en dus ook de lidstaten in hun begroting. In essentie komt het erop neer dat de belastingbetaler uiteindelijk borg staat voor al deze leningen. Een herkapitalisatie van de ECB door de lidstaten bij nieuwe interventies is zeker niet onrealistisch. We betalen nu ook al allemaal mee voor de verliezen op Griekse obligaties in het bezit van de ECB. Kortom, steunaankopen zijn enkel realistisch indien de onderliggende overheidsfinanciën in orde zijn, wat ons bij het andere kamp van economen brengt.

### Houdbaarheid

Wat critici ook vaak over het hoofd zien is dat de ECB, naast de obligaties van probleemlanden die ze effectief al heeft opgekocht, momenteel indirect ook ongelimiteerd krediet aan de overheden verleent. Ze staat niet louter aan de zijlijn. De banken kunnen immers onbeperkt bij de ECB terecht om geld te lenen tegen een rentevoet van amper 1,25 procent, dat ze op hun beurt kunnen gebruiken om overheidsobligaties te kopen met een veel hoger rendement. Zo is de totale kredietexpansie van de ECB sinds de crisis trouwens al gestegen (verdubbeld) met een bedrag dat zeer vergelijkbaar is met landen die wel rechtstreeks overheidspapier hebben opgekocht. Alleen weigeren banken om dit nog meer te



Als de overheidsfinanciën in orde gebracht worden, is er geen reden voor Mario Draghi's ECB om niet meer te doen. © bloomberg

doen om de heel eenvoudige reden dat de opbrengst niet opweegt tegen de mogelijke verliezen bij een schuldherschikking. We komen dus opnieuw bij de houdbaarheid van de onderliggende overheidsfinanciën en het andere kamp van economen terecht.

Anderzijds is economische groei cruciaal om besparingen door te voeren en tekorten effectief terug te dringen. De groei wordt niet zo zeer gefnuikt door het knippen in overheidsuitgaven of verhogen van belastingen. Het grote probleem is de onzekerheid die hier momenteel mee gepaard gaat. Indien de fundamentele problemen niet worden weggenomen, zal de overheid in de toekomst steeds opnieuw bij de gezinnen en bedrijven moeten aankloppen. Bijgevolg gaan ze nu meer sparen, minder consumeren en minder investeren. De speculatie en houdbaarheid van de overheidsfinanciën wordt ook niet bepaald door de begroting van volgend jaar, doch door de terugbetalingscapaciteit op lange termijn. Hier knelt bijvoorbeeld het schoentje voor

België. Alleen al door de vergrijzingkosten zullen we de komende twintig jaar een veelvoud van de besparingen die momenteel op tafel liggen, moeten doorvoeren. De groeivertraging zal veel beperkter zijn en de speculatie zal pas echt ophouden indien er vandaag maatregelen genomen worden waardoor de overheidsfinanciën op lange termijn gezond worden. Dit gaat over investeringen, arbeidsmarkt, concurrentiekracht, pensioenen, fiscale hervormingen en de banksector.

### Gunstig effect

Hier is dan weer een rol weggelegd voor de ECB. De te eenzijdige focus op inflatie creëert ook onzekerheid, en een expansief beleid kan de groei ondersteunen. Indien de overheidsfinanciën fundamenteel in orde gebracht worden, is er geen reden voor de ECB om niet meer te doen. Met een accommoderend monetair beleid (al dan niet rechtstreeks of onrechtstreeks via banken) zal de ECB het voor probleemlanden net makkelijker maken om hun begroting in orde te krijgen en de besparingen te realiseren. Uit het meest recente academisch onderzoek, onder andere van mezelf, blijkt dat de wereldwijde monetaire interventies die we onlangs gehad hebben resulteerden in (weliswaar tijdelijke) lagere rentevoeten voor de overheden. Bovendien hebben deze interventies een gunstig (opnieuw tijdelijk) effect op de economische activiteit, terwijl de inflatiegevolgen beperkt zijn. De enige uitweg is met andere woorden een gecoördineerd beleid. De overheden moeten een ernstig structureel beleid op tafel leggen zodat hun schuldeisers, gezinnen, bedrijven en de ECB garanties hebben op lange termijn. Dat kan op korte termijn pijnlijk zijn voor de groei, wat dan weer geaccommodeerd moet worden door een expansief monetair beleid van de ECB.

**De enige uitweg uit het euromoeras is een gecoördineerd beleid van overheden en ECB**