

De pillen van Draghi

Gert Peersman (column verschenen in De Standaard op 30/5/2017)

Ruim een jaar geleden stonden er in De Standaard twee artikelen over het stimuleringsprogramma (quantitative easing) van de Europese Centrale Bank (ECB). Ze zijn mij altijd bijgebleven, omdat ze zonder enige nuance over de hele lijn negatief waren. 'De geldpers van Draghi is uitgewerkt', luidde de conclusie van het eerste stuk (DS 10 maart 2016). De negatieve bijwerkingen van zijn beleid werden immers almaar duidelijker. Een jaar na de opstart van de geldpersen waren de aan-delenmarkten met 17 procent gezakt, piekte de volatiliteit op de beurzen, daalde de industriële productie en het consumentenvertrouwen naar het laagste niveau in jaren en werd de inflatie negatief. Toen de ECB de dag daarop aankondigde om maandelijks nog meer geld bij te drukken, werd die beslissing onder de titel 'Draghi voert de dosis op, maar de patiënt lust zijn pillen niet' door enkele critici opnieuw zonder -tegenargumenten tot op het bot afgekraakt (DS 11 maart 2016).

De Europese economie klautert sindsdien uit het dal. De werkloosheid daalt, de groeivoorzichten zijn gunstig, het vertrouwen piekt en de inflatie is weer positief. Ook de financiële markten floreren, terwijl de volatiliteit op de beurzen onlangs het laagste niveau sinds de crisis bereikte. Volgens de meeste analyses is de locomotief van het herstel het goedkope geldbeleid van de ECB, een stelling die ook formeel bevestigd wordt door heel wat onderzoek. Het kan verkeren, zei Bredero. De geldpers heeft wel degelijk gewerkt.

De gunstige groeicijfers verhogen ondertussen de druk om in navolging van de Amerikaanse Federal Reserve de geldkraan dicht te draaien en de rente langzaam te verhogen. Voor Europa is dit nog veel te voorbarig. De geldpers zal vanaf volgend jaar waarschijnlijk iets trager geld bijdrukken, maar ik denk niet dat we ons de eerstvolgende jaren veel rente-illusies moeten maken.

De ECB zal de rente pas verhogen indien de inflatie het streefcijfer van 2 procent nadert. Vandaag is daar nog geen sprake van. België is een uitzondering, maar de ECB kijkt naar het Europese gemiddelde. De grondstoffenprijzen stijgen, maar dat heeft slechts een tijdelijk effect op inflatie, waardoor de ECB daar ook niet op zal reageren. Er is pas potentieel inflatiegevaar als de lonen gedurende lange periode sneller stijgen dan de productiviteit. In Zuid-Europa is de werkloosheid daarvoor veel te hoog. In Duitsland is de arbeidsmarkt wel voldoende krap, maar zijn ze na twee decennia loonmatiging vergeten dat lonen ook kunnen stijgen. Andere landen volgen de lonen van Duitsland. Zonder monetaire locomotief dreigt de inflatie vandaag zelfs eerder weer weg te zakken en de Europese groeitrein te ontsporen. Er is geen alternatieve motor die voldoende krachtig is om de economie voort te stuwten.

Ook al trekt de groei op duurzame wijze aan en bedraagt de inflatie 2 procent, op veel rente-inkomsten moeten spaarders niet hopen. Europa worstelt nog steeds met een fundamenteel spaaroverschot, en dit kan alleen maar gepaard gaan met lage rentevoeten. Uit studies blijkt dat de toegenomen levensverwachting tijdens de voorbije decennia alleen al heeft geleid tot een -cumulatieve stijging van het spaarvolume met 100 procent van het bbp, omdat we daardoor meer moeten opzietten voor -onze oude dag. Door de demografie zitten er bovendien disproportioneel veel gezinnen in de spaarfase van hun leven, terwijl er alsnog te weinig gepensioneerd zijn die hun spaarreserves en dus ook het spaaroverschot afbouwen om te consumeren.

Voor die massa spaargeld zijn er onvoldoende bestemmingen. Sinds de crisis zijn veel gezinnen voorzichtiger geworden om te lenen. Overheden proberen dan weer hun begrotingstekorten en schulden af te bouwen, waardoor ook zij jaarlijks minder moeten bijlenen. Het kan verkeren, maar het ziet er niet naar uit dat die tendensen de komende jaren zullen veranderen. Ook daar moet de ECB rekening mee houden bij het bepalen van haar geldbeleid.

Sinds het uitbreken van de crisis heeft de ECB al enkele pogingen tot een strakker beleid ondernomen. In de zomer van 2008 en 2011 verhoogde ze als enige centrale bank de rente. Beide keren moest ze enkele maanden later op haar beslissing terug-komen omdat Europa in een recessie zat. Tussen 2013 en 2015 heeft ze dan weer de geldhoeveelheid met 1.000 miljard laten inkrimpen, wat gevolgd werd door een deflatieprobleem en een kwakkelende economie zoals omschreven in het begin van deze column. Gaan ze zich in Frankfurt viermaal aan dezelfde steen stoten? De patiënt heeft de pillen van Draghi nog steeds nodig.