

Centrale banken na valse start goed op dreef

Centrale banken lagen aanvankelijk te slapen toen het inflatiemonster medio 2021 de kop opstak. Maar sindsdien hebben vooral de Amerikaanse Fed en de Europese Centrale Bank goed gereageerd. Het is zaak om nu niet te verslappen.

Door Joost van Mierlo

De Portugese econoom Ricardo Reis was er in 2021 vroeg bij om te waarschuwen tegen het gevaar van een oplopende inflatie. Zijn waarschuwingen en die van een aantal beroepsgenoten werden aanvankelijk in de wind geslagen. Dat heeft ervoor gezorgd dat de inflatie hoger is opgelopen dan ideaal was geweest. Maar centrale banken hebben geleerd van hun fouten. Dat geldt met name voor de Amerikaanse Federal Reserve (Fed) en de Europese Centrale Bank (ECB). Reis steunt de beslissing van de ECB afgelopen september om de rente nog een keer te verhogen. Tijdens een ontmoeting in de London School of Economics, waar hij sinds 2016 doceert, licht Reis zijn standpunten toe.

Laten we om te beginnen een stap terug doen. De huidige hoge inflatie volgt op een lange periode van stabiele inflatie. Hoe uniek was die periode?

‘Die kent geen precedent. In de geschiedenis is er nooit een periode geweest van ruim drie decennia waarin de inflatie stabiel en laag was. Deze volgde op een periode in de jaren zeventig met een enorm hoge inflatie. Zelfs in de jaren waarin munten gekoppeld waren aan goud is er nooit een vergelijkbare periode geweest. De inflatie was gemiddeld misschien laag, maar de volatiliteit was enorm. Er waren jaren met 5% inflatie die dan werden gevolgd door een jaar waarin sprake was 3% deflatie. Nee, het was echt een uniek tijdvak.’

Wat zijn de oorzaken?

‘Ik denk dat het succes van centrale banken in het

bestrijden van inflatie te verklaren is door drie factoren. In de eerste plaats kozen centrale banken voor transparantie. Er was een heldere doelstelling in plaats van een combinatie van doelstellingen. Er werd duidelijk gecommuniceerd, terwijl centrale banken in het verleden de markten nog weleens te slim af wilden zijn.

De onafhankelijkheid van centrale banken hielp hierbij. Dat geldt speciaal voor de ECB, dat de meest onafhankelijke centrale bank is. Die sterke onafhankelijkheid is begrijpelijk natuurlijk vanwege de zorgen bij landen als Duitsland om het monetaire beleid deels uit handen te geven.

En ten derde was er de focus op het bestrijden van inflatie. Centrale banken concentreerden hun aandacht op het beteugelen van de inflatie. Ze zeiden dat ze de inflatie rond 2% zouden houden en maakten duidelijk dat ze konden worden vertrouwd.

Dat vertrouwen kwam er en bleef zelfs in roerige periodes als de kredietcrisis bestaan, toen centrale banken moesten ingrijpen als lender of last resort. In de periode van 2015 tot 2020 was de inflatie weliswaar geen 2%, maar rond de 1,2%. In die periode kregen we te maken met fenomenen als ‘forward guiding’, waarin het erom gaat de renteontwikkelingen voor de langere termijn te duiden. En er was ook het fenomeen ‘quantitative easing’, dat met name als doel had de lange rente te drukken. Maar het was al met al een heel succesvolle periode met een stabiele inflatie.’

‘De ECB maakt met de laatste verhoging duidelijk dat het de inflatie serieus neemt.’

CV

Ricardo Reis



De in Portugal geboren Ricardo Reis studeerde Economie aan de London School of Economics (LSE). Hij promoveerde in 2004 aan Harvard University. Sindsdien doceert hij Economie, aanvankelijk als Assistant Professor aan Princeton University, sinds 2008 als Hoogleraar aan Columbia University en sinds 2016 als Hoogleraar aan de LSE. Hij houdt zich met name bezig met de monetaire economie en ontving in 2021 de Yrjö Jahnsson Award, een Europese prijs voor economen jonger dan 45 jaar. Recent publiceerde Reis het boek 'A Crash Course on Crises', samen met Markus Brunnermeier.

Wat ging er mis?

'De pandemie zorgde natuurlijk voor een enorme verstoring van de wereldwijde economie. Dat soort dingen gebeuren. Na de krimp, die werd veroorzaakt door de talloze uitgaansverboden, zou de economie herstellen. Dat zou onder alle omstandigheden hebben geleid tot een stijgende inflatie. Dat is nu eenmaal onvermijdelijk.

Ik weet dat ik zelf vrij optimistisch was over het economische herstel. Maar zelfs ik was verbaasd hoe krachtig dat was. Het probleem werd niet langer veroorzaakt door een achterblijvende vraag, maar door een achterblijvend aanbod en tal van bevoorradingproblemen.

Het resulteerde halverwege 2021 in een stijgende inflatie. En wat misschien nog belangrijker is: er was sprake van stijgende inflatieverwachtingen, of in ieder geval sterk uiteenlopende inflatieverwachtingen, bij verschillende groepen.'

Hoe reageerden centrale banken?

'Traag. Ik denk dat hun reactie voor een belangrijk deel werd veroorzaakt door de gedachte dat de inflatie van tijdelijke aard zou zijn. Dat was immers ook het geval geweest in de voorgaande twintig jaar. Als centrale banken maar vast zouden houden aan het bestaande beleid, dan zou de rust vanzelf terugkeren.

Dat bleek niet het geval. Ik heb al gezegd dat de economie sneller herstelde dan gedacht, maar overheden gingen vrolijk door met hun stimuleringsmaatregelen. De hulp aan het begin van de pandemie was goed te verdedigen, maar in 2021 waren er tal van stimuleringsmaatregelen rondom NextGenEU. Die kwamen precies op het moment dat de economie al te maken

had met bevoorradingproblemen. Het leidde tot tal van prijsverhogingen. Van een pak rijst tot een bezoek aan de kapper, iedereen verhoogde de prijzen.'

En toen kwam Poetin?

'De oorlog tussen Rusland en Oekraïne zorgde voor een nieuwe opwaartse druk op de inflatie. Of het nu gaat om voedsel of energie, een dergelijk conflict zorgt onder alle omstandigheden voor nieuwe inflatie. Maar het betekende ook dat er een nieuwe golf van stimuleringsmaatregelen kwam van overheden. Dat zorgde ervoor dat inflatie nog verder opliep, tot het moment waarop centrale banken wel móesten ingrijpen.'

Te laat?

'Met de kennis die we achteraf hebben, is het duidelijk dat er te laat is ingegrepen. Maar het is niet alleen maar een kwestie van voortschrijdend inzicht. Samen met andere collega's waarschuwde ik in september 2021 al voor de oplopende inflatie en wees ik op de noodzaak om de rente te verhogen.

Men was daar enorm huiverig voor. Zelfs afgelopen zomer was er nog hevig verzet tegen de verhogingen. Ik herinner me een bijeenkomst met het Europese Parlement vorig jaar, waar ik ervoor pleitte om de rente geleidelijk te verhogen tot 3%. Ik werd van alle kanten aangevallen. Een van de parlementariërs verweet me dat als de rente boven de 1% zou stijgen, de fascisten het in Europa weer voor het zeggen zouden krijgen. Ik werd persoonlijk verantwoordelijk gehouden voor de terugkeer van het fascisme!

Men reageerde dus te laat. Als er eerder voor renteverhogingen zou zijn gekozen, zou de inflatie waarschijnlijk niet tot 10% zijn opgelopen, maar >

'Het is verbazingwekkend hoe snel ondernemingen in staat zijn om energiebesparingen door te voeren.'

‘Centrale banken hebben duidelijk gemaakt dat ze in staat zijn om de schuld af te bouwen. Dat moet vertrouwen wekken.’

misschien slechts tot 5%. Het is in ieder geval duidelijk dat zelfs de beste centrale bank in de wereld niet had kunnen voorkomen dat de inflatie zou stijgen.’

Hoe kijkt u aan tegen het beleid van het afgelopen jaar?

‘Dat is aanzienlijk beter. De ECB en de Fed hebben het in mijn ogen beter gedaan dan de Bank of England. Die laatste was in 2021 weliswaar sneller met het verhogen van de rente, maar het beleid is sindsdien minder consequent uitgevoerd.’

De ECB verdient alle lof. De rente is nu verhoogd naar 4,5%, het hoogste niveau uit de geschiedenis van de ECB. De druk was enorm. Volgens de ‘duiven’ – de term wordt misbruikt, maar in de discussie over het huidige ECB-beleid vind ik deze toepasselijk – was het de hoogste tijd om te stoppen. De inflatie is immers aan het dalen en een verdere verhoging van de rente zou nodeloze schade berokkenen.

De haviken kijken naar de Fed, waar de rente nog één procentpunt hoger ligt, en wijzen erop dat er niet zo’n heel groot verschil is tussen de Europese en Amerikaanse economie. Volgens hen moeten er nog ten minste twee verhogingen met in totaal 50 basispunten komen.’

Wat denkt u?

‘Er is wat te zeggen voor beide argumenten. De waarheid ligt ergens in het midden. Ik ben het eens met de verhoging. De werkloosheid is nog altijd laag. De ECB maakt met de laatste verhoging duidelijk dat het de inflatie serieus neemt. Er is tegelijkertijd een duidelijk signaal afgegeven dat het einde van de verhogingen nadert. Dat is met de afkoelende economie, met name in Duitsland, waarschijnlijk een goed teken.’

U heeft het eerder gehad over de quantitative easing door centrale banken. De massaliteit van die monetaire steun is ongekend. Hangen de schulden die daardoor zijn aangegaan niet als een zwaard van Damocles boven de wereld?

‘Nee, dat denk ik niet. Met het verkopen van schuldpapier ontstaat een gevaar voor hoge winsten en verliezen

bij centrale banken. Dat is een probleem met het oog op de politieke onafhankelijkheid. Maar centrale banken hebben duidelijk gemaakt dat ze in staat zijn om de schuld af te bouwen. Dat moet vertrouwen wekken. Het tempo ligt niet erg hoog, maar als de economie aantrekt, kan de afbouw van de balans van centrale banken worden versneld.’

Het is overigens de vraag in hoeverre het beleid succesvol is geweest. Ik heb de indruk dat het nauwelijks invloed heeft gehad op het drukken van de lange rente. Maar het is zeker geen reden om te denken dat het een ramp zal veroorzaken.’

De ECB blijft ook worstelen met de discussie rond eurobonds. Hoe kijkt u daar tegenaan?

‘Ik ben nooit een voorstander geweest van eurobonds. Het is een pijnlijk dossier voor landen als Nederland en Duitsland en ik denk dat we dat zouden moeten accepteren. Maar er is behoefte aan een budgettair instrument waarmee de gezamenlijke schuld kan worden aangegaan. Dat kan nu feitelijk alleen met de schuld van de centrale bank.’

Ik had liever gezien dat er gekozen was voor zoiets als sovereign bond backed securities, een portfolio van verschillende door eurolanden uitgegeven obligaties, maar het lijkt erop dat we die discussie hebben verloren. Het is echter nog niet te laat, zou ik zeggen.’

Hoe kijkt u naar de nabije toekomst?

‘De belangrijkste les van de afgelopen jaren is dat het consumentenvertrouwen na de pandemie rap is hersteld. Mensen zijn weer snel in hun vertrouwde patroon gekomen.’

Dat heeft voor een belangrijk deel te maken met het stimuleringsbeleid van regeringen en centrale banken, maar de flexibiliteit van de markteconomie is nog belangrijker. Dat zie je bijvoorbeeld na de invasie van Oekraïne. Het is verbazingwekkend hoe snel ondernemingen in staat zijn om energiebesparingen door te voeren of om hun afhankelijkheid van gas te verminderen. Die flexibiliteit is een enorme kracht. Het zou niemand moeten verbazen dat juist een centraal geleide economie als China nu in de problemen komt.’ ■