

Centrale banken zetten hun verworven onafhankelijkheid op het spel

Auteur
Bruno de Haas¹

Inleiding

De focus op het bereiken van 2% inflatie dwingt centrale banken tot maatregelen die steeds dieper ingrijpen in het functioneren van de economie. Zodoende betreden zij het politieke speelveld, wat een rechtvaardiging van hun onafhankelijke positie moeilijker maakt.

Onafhankelijkheid

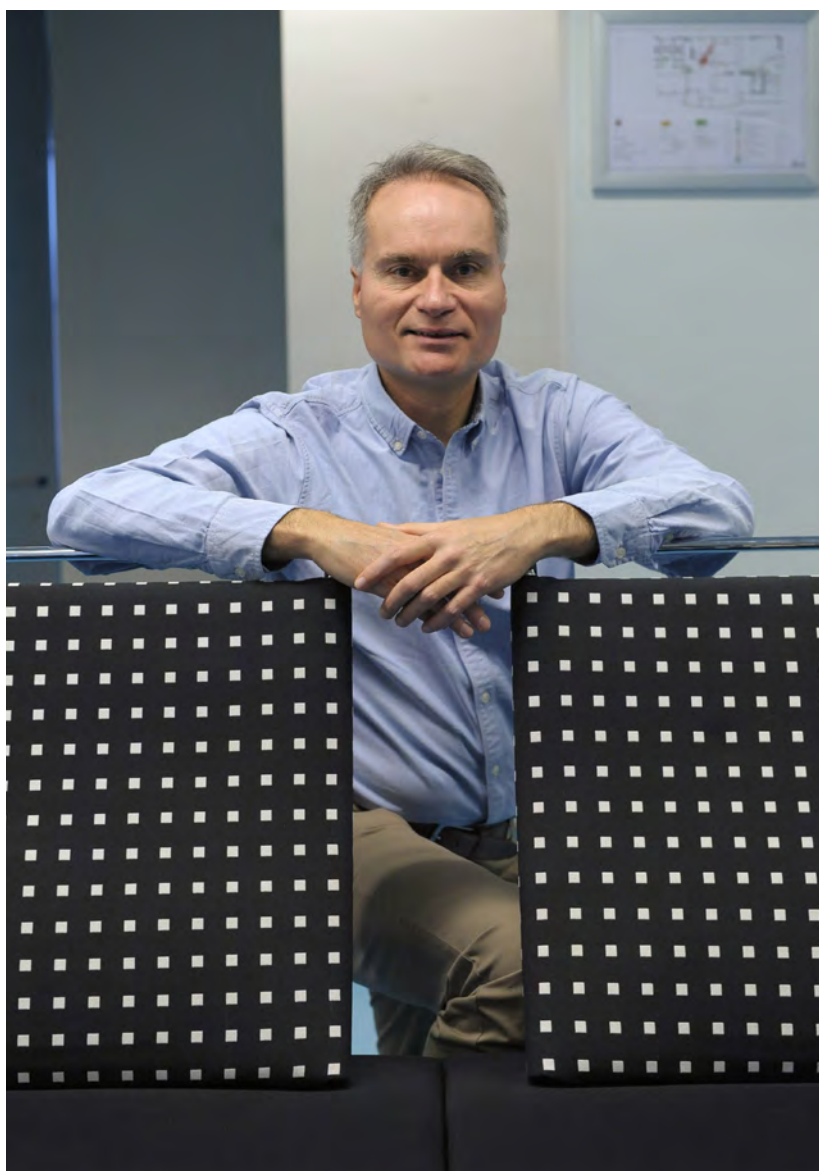
Er was een tijd dat centrale banken niet onafhankelijk waren van de regering. Tot de jaren '90 telde Europa welgeteld één onafhankelijke centrale bank:

de in 1957 opgerichte Bundesbank. Duitsland dankte deze onafhankelijke status van haar centrale bank aan de geallieerde overwinning op de nazi's. Als voorzorgsmaatregel tegen een nieuwe absolute machthebber besloten de Amerikanen en de Britten dat het beter was om de centrale bank op enige afstand van de regering te zetten.²

Pas dertig jaar geleden sloeg het idee van een onafhankelijke centrale bank ook internationaal aan. In 1989 creëerde Nieuw Zeeland de eerste moderne onafhankelijke centrale bank, kort daarop gevolgd door Canada. In 1997 werden de Bank of England en de Bank van Japan autonoom. In 1999 gingen de Zweden overstag. Datzelfde jaar werd de Europese Centrale Bank (ECB) opgericht, op papier hermetisch afgeschermd van politieke bemoeienis. De Nederlandsche Bank (DNB) werd pas in 1998 geheel onafhankelijk als het ging om monetair beleid. Tot die tijd beschikte de minister van Financiën over een aanwijzingsrecht. Dit vormde een uiterste machtsmiddel dat ministers in de praktijk zelden inzetten, maar wat de regering desondanks invloed gaf op DNB. Conflicten tussen de regering en DNB deden zich vooral voor bij het wisselkoersbeleid.³

Dat politici destijds bereid waren om het monetaire stuur uit handen te geven, kwam door de pijnlijke ervaring met hoge inflatie in de jaren 1970-1980. In reactie hierop zochten beleidsmakers naar een institutioneel kader waarin overheden minder ruimte hadden om verkiezingsbeloften te financieren met de bankbiljettenpers. In ruil voor deze verworven onafhankelijkheid moesten centrale banken zich echter houden aan een nauw omschreven mandaat, namelijk het waarborgen van prijsstabiliteit.

Toonaangevende monetair economen stelden politici gerust dat een onafhankelijke centrale bank geen kwaad kon omdat geld neutraal zou zijn. Daarmee bedoelden zij dat monetair beleid nauwelijks invloed uitoefent op de verdeling van inkomen en vermogen. Alleen als monetair beleid voor inflatieverrassingen zou zorgen, kon de centrale bank koopkracht overhevelen tussen spaarders en schuldenaren. Echter, juist door de centrale bank de opdracht te geven om prijsstabiliteit te handhaven, zouden verrassende verschuivingen in de



inkomensverdeling worden voorkomen. Politici hoefden daarmee, op hun beurt, niet te vrezen dat de centrale bank hun koopkrachtbeleid zou verstoren.

Prijsstabiliteit

Het streven naar prijsstabiliteit wordt in de praktijk vertaald naar een inflatiedoel. Inmiddels hanteren ruim dertig centrale banken zo'n doelstelling, ook de ECB.⁴ Deze concretisering is bedoeld om de geloofwaardigheid en voorspelbaarheid van monetair beleid te vergroten na een tijdperk waarin de inflatie uit de hand liep. Omdat renteveranderingen vertraagd doorwerken in het inflatieniveau, en de inflatie ook wordt beïnvloed door oncontroleerbare ontwikkelingen zoals veranderingen in de olieprijs, ontstond een consensus dat centrale banken niet jaar in jaar uit hun doel hoeven te bereiken. Zo kunnen zij hun blik richten op de middellange termijn en soepel omgaan met economische schokken die op de korte termijn optreden. Mervyn King, voormalig gouverneur van de Bank of England, noemt deze delegatie van monetair beleid met een beperkte discretie bij het sturen op een inflatiedoel een "compromis tussen het keurslijf van een vaste regel, zoals de gouden standaard, en het gunnen van onbeteugelde vrijheid aan centrale bankiers."⁵

Tegenwoordig mikken alle grote centrale banken op 2% inflatie, ook die in Japan. Bill White, van 1988 tot 1994 vicegouverneur bij de Canadese centrale bank, erkende later dat de keuze van dit getal nauwelijks onderbouwd was. Het was niet gebaseerd op onderzoek naar de welvaartsverliezen of gevolgen voor de inkomensverdeling van een hoger of lager inflatiedoel. Het belangrijkste argument was dat het getal "niet overduidelijk onredelijk" moest zijn, wat de lat niet erg hoog legde.⁶ Volgens White valt elke inflatiedoelstelling tussen 0,5% en 3% te rechtvaardigen.⁷

Er mankeert echter meer aan een inflatiedoel van 2% dan het enigszins willekeurige karakter van een getal. Dat bleek in 2008-2009 met de uitbraak van de internationale kredietcrisis. De les die de wereld toen leerde, is dat een centrale bank die alleen kijkt naar consumptieprijzen, te weinig oog heeft voor de kredietverlening. Tijdens de groeiversnelling vanaf de tweede helft van de jaren '90 reageerden centrale banken niet of nauwelijks op de hausse in bedrijfsinvesteringen, vastgoedprojecten en beurskoersen. Want huizenprijzen noch beurskoersen zitten in de index voor consumptieprijzen. Zodoende hielden centrale banken de rente veel te lang te laag. De fixatie op een inflatiedoel maakte hen ziende blind.

Bill White had wel in de gaten dat de grootste centrale banken uit de bocht vlogen. Na zijn vertrek bij de Canadese centrale bank ging hij aan de slag als chef-econoom bij de Bank for International Settlements (BIS). In die hoedanigheid waarschuwde hij samen met zijn collega Claudio Borio ruim voor de

kredietcrisis voor de onevenwichtigheden die zich in het financiële systeem opstapelden. Een lage inflatie is misschien wel een noodzakelijke voorwaarde voor een voorspoedige economische ontwikkeling, wist White, maar geen voldoende voorwaarde. Hij vond onder centrale bankiers echter weinig gehoor voor zijn boodschap.

Volgens White kwam dit doordat centrale bankiers een verkeerd dogma aanhingen: "Centrale bankiers geloofden ten onrechte dat er niets mis kon gaan als de inflatie onder controle was. Merk op dat dit geloof in wezen voortkwam uit een veel minder extreem geloof, namelijk dat lage inflatie beter was dan hoge inflatie. Ik heb geen idee hoe deze transformatie plaatsvond, maar het was zeker niet gebaseerd op een zorgvuldige studie van de economische geschiedenis of de geschiedenis van het economisch denken."⁸

Geschiedenis van het economisch denken

Iemand die de geschiedenis van het economisch denken wel zorgvuldig heeft bestudeerd, is de Zweedse econoom Axel Leijonhufvud. Ook hij kritiseerde al voor de uitbraak van de kredietcrisis de moderne monetaire doctrine die inhoudt dat centrale bankiers zich moeten concentreren op consumptieprijzen. Hij wees op de beperkingen van een rentebeleid zonder controle over de hoeveelheid krediet.⁹ Het fundamentele probleem, aldus Leijonhufvud, is dat de monetaire doctrine van prijsstabiliteit wordt geschraagd door een macro-economische theorie waarin mensen en bedrijven nooit collectieve vergissingen begaan. Het model houdt kredietzeepbellen voor onmogelijk omdat banken en kredietverlening daarin geen zelfstandige rol spelen.¹⁰

De macro-economische theorie achter de monetaire doctrine wordt afwisselend aangeduid als de Nieuwe Neoklassieke Synthese of de Nieuwe Keynesiaanse Theorie. Het is een fusie tussen de Real Business Cycle theorie, waarin conjunctuurecycli ontspringen uit veranderingen in de productiviteit, en de Keynesiaanse theorie over fricties in de loonvorming waardoor werkloosheid ontstaat. De cruciale veronderstelling is dat burgers en bedrijven rationele verwachtingen hebben, dat wil zeggen dat zij de kansverdeling kennen van alle toekomstige scenario's. Deze veronderstelling maakt het mogelijk om wiskundig sluitende modellen te bouwen waarin het economisch systeem in wezen stabiel is. Helaas doen deze modellen geen recht aan de complexiteit van de werkelijkheid. Zij verwaarlozen de onzekerheid waarin burgers en bedrijven beslissingen moeten nemen.

Volgens Mark Carney, die van 2008 tot 2013 gouverneur was van de Canadese centrale bank en sindsdien gouverneur is van de Britse centrale bank, kunnen slechts weinig economen claimen dat zij de internationale kredietcrisis correct voorspelden. Als één van de uitzonderingen op die regel

noemde hij de Britse econoom Bernard Connolly.¹¹ Als strateeg bij Banque AIG zag Connolly in de jaren 1990-2000 met lede ogen aan hoe centrale banken de mist ingingen doordat zij blind vertrouwden op het gangbare economische model. De achilleshiel in dit model is volgens Connolly dat het onvoldoende rekening houdt met risico en onzekerheid: “In het canonieke model reageren investeringen op *gerealiseerde* verstoringen in de vraag en de productiviteit, niet op *verwachtingen* over toekomstige ontwikkelingen in deze variabelen. ... Het canonieke model geeft daardoor een totaal verkeerde weergave van de aard van een kapitalistische samenleving. Het is niet in staat om de schommelingen waartoe kapitalistische samenlevingen geneigd zijn, uit te leggen of te voorspellen.”¹²

De essentie van een kapitalistische samenleving is, in de gevleugelde woorden van Joseph Schumpeter, creatieve destructie. Kapitalisme bestaat uit ondernemers die elkaar voortdurend de loef proberen af te steken door innovatie. Het is een drama van individueel succes en individueel falen. Een drama waarin soms ook collectieve vergissingen worden begaan bij de inschatting van een nieuwe technologie of een nieuw product. Maar voor dit alledaagse drama is geen plaats in de gangbare modellen die centrale banken gebruiken. Hierdoor droegen zij bij aan een enorme collectieve vergissing. Met een te lage rente wakkerden zij wereldwijd zeepbellen in de kredietverlening aan.

Paardenmiddelen

Sinds de kredietcrisis hebben de grootste centrale banken ter wereld paardenmiddelen ingezet om deflatie te voorkomen en hun inflatiedoel te bereiken. Alle centrale banken zijn overgegaan tot kwantitatieve verruiming; het opkopen van staatsleningen, hypotheek, bedrijfsobligaties en in sommige landen zelfs van aandelen. In eerste instantie waren het noodmaatregelen die een implosie van de kredietverlening moesten voorkomen. Echter, het is nu acht jaar na het uitbreken van de crisis en nog steeds passen centrale banken noodmaatregelen toe, soms nog intensiever dan toen en soms ook met een negatieve rente. Een monetair beleid dat vroeger hooguit in oorlogstijd werd gevoerd, is nu de gewoonste zaak van de wereld geworden.

Met het kopen van obligaties en aandelen bemoeien centrale banken zich actief met de allocatie van kapitaal. Door aandelenkoersen op te drijven, veranderen centrale banken bovendien de vermogensverdeling. Vooral in de Verenigde Staten heeft dit vermogens-effect kritiek uitgelokt aangezien juist de elite garen spint bij kwantitatieve verruiming. Je moet immers eerst aandelen bezitten voordat je kunt profiteren van koerswinst. Maar ook in Europa groeit het onbehagen over de welvaarts-effecten van het monetaire beleid. In het Verenigd Koninkrijk heeft premier Theresa May de Bank of England verweten de inkomensongelijkheid te vergroten.¹³ In Nederland heeft CDA-kamerlid

Pieter Omtzigt de regering opgeroepen om een eind te maken aan het opkoopbeleid van de ECB vanwege de fnuikende gevolgen voor Nederlandse pensioenen.¹⁴ Het besef groeit dat centrale banken de koopkrachtplaatjes beïnvloeden. Geld is niet neutraal meer.

In de eurozone ligt kwantitatieve verruiming om nog een andere reden politiek gevoelig. Met de belofte om desnoods ongelimiteerd staatsleningen van schuldenlanden op te kopen, is de ECB het pad ingeslagen van budgettaire steun aan overheden, overigens met stilzwijgende instemming van Europese regeringen. Het opkoopbeleid komt neer op een inkomensoverdracht naar mediterrane landen. Hoewel de ECB met de aankoop van staatsleningen volgens het Europese Hof van Justitie niet de letter van het Europese verdrag overtreedt, handelt zij wel in strijd met de geest. Voormalig directielid Otmar Issing, de eerste chef-econoom van de ECB, meent dat de ECB de no-bail-out clause elke dag geweld aandoet. De no-bail-out clause verbiedt dat landen in de eurozone borg staan voor elkaars schuld. Maar de ongeveer €1700 miljard aan staatsleningen die de ECB tot eind 2016 heeft gekocht, komt neer op een collectieve borgstelling voor eventueel wanbetalingsverlies.¹⁵

Dat centrale banken al zo lang een onconventioneel beleid voeren, komt volgens Mervyn King doordat zij hebben verzuimd om zich na de kredietcrisis te bezinnen op de kern van monetair beleid. In plaats daarvan hebben centrale bankiers in allerijl nieuwe instrumenten ontworpen om potentiële bronnen van financiële instabiliteit te dempen. King doelt met name op macroprudentieel toezicht. Dit bestaat ten eerste uit directe controles op financiële markten, bijvoorbeeld het voorschrijven van een maximale verhouding tussen de hoogte van een hypotheek en de waarde van het huis en/of het inkomen. Ten tweede gebruiken centrale banken indirecte controles, zoals de eis dat banken zich meer met aandelen dienen te financieren als zij meer krediet verlenen aan bedrijfstukken of projecten die de centrale bank riskant acht.

Feitelijk verandert de centrale bank met zulke controles de marktwerking, een beslissing die eigenlijk thuis hoort bij democratisch gekozen politici omdat zij gevolgen hebben voor de welvaart en de inkomensverdeling. “Het is lastig om te zien waarom centrale banken de macht zouden willen hebben om te interveniëren in de micro-economische allocatie van krediet”, aldus King. “Aan het eind van die weg ligt een mate van bemoeienis met individuele beslissingen over sparen en lenen die onverenigbaar is met een innovatieve markteconomie.”¹⁶ Hij voorziet dat de ene interventie van de centrale bank de andere uitlokt, totdat uiteindelijk van marktwerking geen sprake meer zal zijn, het proces van creatieve destructie stopt en de groei stagneert.

In de Verenigde Staten is voormalig centrale bankier Kevin Warsh een prominent criticus van het moderne monetaire beleid. In zijn ogen is de Federal Reserve in de ban van koersontwikkelingen op financiële markten. Bovendien bepaalt de centrale bank op detailniveau wat banken wel of niet mogen doen, en hoeveel rendement zij op hun vermogen mogen behalen: “Grote banken zijn joint-venture partners met de Fed en fungeren als quasi-publieke nutsbedrijven,” aldus Warsh.¹⁷ De manipulatie van marktprijzen maakt de Amerikaanse centrale bank volgens hem politiek kwetsbaar: “Het beeld van een centrale bank die beschikt over sancties en gunsten draagt bij aan de publieke perceptie van een oneerlijk en onbillijk economisch systeem.” In rond Hollands: geen Amerikaan

gelooft meer dat zijn centrale bank werkelijk onafhankelijk is.

Conclusie

De volgende conclusie dringt zich naar mijn mening op. De focus op 2% inflatie dwingt centrale banken tot maatregelen die steeds dieper ingrijpen in de allocatie van productiemiddelen en de inkomensverdeling. Daarmee betreden zij het speelveld van de politiek. Geld is partijdig geworden. Als de moderne monetaire doctrine niet verandert, zullen politici de onbedwingbare behoefte krijgen om de klok terug te draaien naar de tijd dat centrale banken niet onafhankelijk waren. ■

Noten

- 1 Bruno de Haas is hoofd beleid en onderzoek bij Media Pensioen Diensten. Hij is schrijver van “Mister Euro” en “Waarom de euro ons zal opbreken”.
- 2 Willem Buijer, What’s Left of Central Bank Independence?, Financial Times, 5 oktober 2009.
- 3 André Sz sz, De Euro – Politieke achtergronden van de wording van een munt, 2001.
- 4 Een niet onbelangrijk verschil tussen Angelsaksische centrale banken en de ECB is dat de inflatiedoelstelling in Nieuw-Zeeland, Canada en het Verenigd Koninkrijk is vastgelegd in een contract tussen de overheid en de centrale bank. In deze landen kan de regering de inflatiedoelstelling dus veranderen, mits het parlement instemt. In de eurozone heeft de ECB zelf bepaald wat haar inflatiedoelstelling is.
- 5 Mervyn King, The End of Alchemy, 2016. Zie bladzijde 169-170.
- 6 Sean Corrigan, The Cobden Centre, Interview with Dr William White part 2, 1 april 2015.
- 7 William R. White, Is Price Stability Enough?, BIS Working Papers no. 205, april 2006.
- 8 Sean Corrigan, The Cobden Centre, Interview with Dr William White part 2, 1 april 2015.
- 9 Axel Leijonhufvud, The Perils of Inflation Targeting, VoxEU.org, 25 juni 2007.

- 10 Axel Leijonhufvud, Nature of an Economy, Centre for Economic Policy Research, februari 2011. In The End of Alchemy schrijft Mervyn King op bladzijde 305 het volgende over de beperkingen van de Nieuw Keynesiaanse Dynamic Stochastic General Equilibrium (DSGE) modellen: “Zij laten een kleine rol toe voor geld of banken, een eigenschap die een bron van schaamte is geweest, zowel intellectueel als praktisch. Zij hebben ook een andere onfortuinlijke eigenschap – inflatie wordt, op lange termijn, niet bepaald door de hoeveelheid geld in omloop maar door de verwachtingen van de particuliere sector. Bovendien wordt verondersteld dat het inflatiedoel compleet en perfect geloofwaardig is, wat betekent dat wordt aangenomen dat mensen de lonen en prijzen zo vaststellen dat het doel vanzelf wordt bereikt.... Zij veronderstellen de inflatie op lange termijn in plaats van dat zij haar verklaren.”
- 11 Mark Carney, From Hindsight to Foresight, 17 december 2008.
- 12 Bernard Connolly, Central Banks, Asset Prices, Risk Premia, Money and the Macro Paradigm: Where Does It All Point?, Banque ALG Research, 19 februari 2007.
- 13 Theresa May, Speech to Tory Conference 2016, 5 oktober 2016. De relevante tekst uit haar toespraak is: “While monetary policy with super-low interest rates and quantitative easing provided the

- necessary emergency medicine, we have to acknowledge there have been some bad side effects. People with assets have got richer. People without them have suffered. People with mortgages have found their debts cheaper. People with savings have found themselves poorer.”
- 14 Kamerstuk 34 563 nr. 2, Initiatiefnota van het lid Omtzigt over ECB monetair beleid en de nadelige gevolgen voor de Nederlandse pensioenfondsen, 5 oktober 2016.
- 15 Ambrose Evans-Pritchard, Euro “House of Cards” To Collapse, Warns ECB Prophet, Daily Telegraph, 16 oktober 2016.
- 16 Mervyn King, The End of Alchemy, bladzijde 175.
- 17 Kevin Warsh, The Federal Reserve Needs New Thinking, Wall Street Journal, 24 augustus 2016. Warsh was van 2006 tot 2011 bestuurslid van de Federal Reserve. Hij vindt dat het Amerikaanse monetair beleid de afgelopen jaren “zeer gebrekkig” is geweest. Hij legt de schuld daarvoor bij “het gilde van economen dat onbezonnen dogma’s tot de hoofdstroom van monetair beleid heeft doorgedrukt”. Een beter monetair beleid vereist volgens Warsh dat twee obstakels worden overwonnen: het groepsdenken in de economische wetenschap en de tegenzin van centrale bankiers om hun nieuwe macht af te staan.