

Nieuw plan van de ECB biedt weinig kans op meer groei.

Twee jaar na zijn uitspraak “The European Central Bank is ready to do whatever it takes” heeft president Draghi van de ECB vorige week opnieuw krachtige taal gesproken. Biedt dat hoop aan de 650.000 Nederlandse werklozen? Gaat de ECB verantwoordelijkheid nemen voor groei en banen, omdat Brussel machteloos is vanwege aanhoudende twist (en ideologie) over hoeveel ieder land mag lenen op de begroting? En is de aankondiging van de ECB-president dan voldoende excuus voor het kabinet om een eerder aangekondigde verbetering van de belastingen uit te stellen door gebrek aan geld en aan overeenstemming tussen VVD, PvdA en de drie gedoorgpartijen?

De eerdere interventie van 26 Juli 2012 door de ECB was uitermate succesvol; het nieuws van vorige week wordt – denk ik – een teleurstelling. Twee jaar geleden kon de ECB het opbreken van de euro voorkomen. Dit keer is het doel een hogere economische groei, maar dat krijgt de ECB niet voor elkaar.

De crisis in de zomer van 2012 was typisch een probleem waar een centrale bank kans van success heeft. De rente op europapier van de Ierse overheid bij voorbeeld was toen 7,1 procent, vijf keer zo hoog als in Duitsland. Maar in Dublin en in Berlijn betaalt de staat rente en aflossing in precies dezelfde euro's. Kleine verschillen in de rente tussen verschillende euro-schuldpapieren zijn OK: de markt in Duits papier is “dieper” en meer courant dan in Ierse schuld. Om die reden is ook de Nederlandse rente iets hoger dan de rente in Duitsland: Nederland is economisch nog geen kwart van Duitsland en heeft minder verhandelbaar papier. Maar Draghi stelde dat de rente in Ierland waarschijnlijk ook zo hoog was omdat accountants en toezichthouders veel banken in die tijd dwongen om papier van eigen land te verkiezen boven buitenlands schuldpapier. Minder vraag dus naar Iers papier van banken op het vasteland en vandaar ook een heel slechte prijs en een hoge rente. Hij kondigde aan dat de ECB klaar stond om zo nodig de verschillen aan te pakken tussen de lage rente in Duitsland en de veel hogere rente in andere landen. Die aankondiging deed al het werk: zonder dat de ECB ooit hoefde te kopen of te verkopen trokken de rentes op staatsschuld in de eurolanden weer naar elkaar toe. Eind vorige week was de rente in Ierland 1,6 procent. En door die daling van 7,1 procent tot 1,6 procent wordt het financieren van schuld voor de Ierse overhead zo veel goedkoper dat de kans op grote problemen met de aflossing ook wegsmeelt.

Een mooi success en een win-win situatie voor alle partijen. Heel anders staat het met de nieuwe aankondiging van president Draghi. Nu gaat het om een mogelijke ruil van schuldpapier in de eurolanden en nieuw uit te geven schuldpapier door de ECB. Twee problemen: één, wat wordt de verdeelsleutel over de landen? Zodra de ECB vooral gaat ruilen om de zwakke landen zoals Italië en Frankrijk te helpen, komen er direct juridische procedures in Duitsland omdat de ECB dan buiten haar mandaat treedt. Twee: ook al hanteert de ECB een billijke verdeelsleutel en ruilt zij in alle eurolanden, dan worden verliezen op zulk papier nog steeds een collectieve verantwoordelijkheid. Stel eens voor dat

de Bundestag (en het Binnenhof) op de begroting ruimte moeten maken voor compensatie aan de ECB voor verliezen op Italiaans en Frans papier. En hoe zullen Ierland en Spanje reageren, waar de burgers hebben ingestemd met harde bezuinigingen en hervormingen en dan als beloning verliezen mogen dragen op schuld papier uit landen die hun problemen steeds voor zich uit schoven?

In mijn woonplaats, Kuala Lumpur, moet de Nederlandse ambassadeur op Koningsdag bedelen bij KLM om ingevlogen tulpen uit Amsterdam en bij Heineken om bier voor de tropische receptie. Zijn Italiaanse collega kan daar meewarig over doen: die heeft nog een mooi budget voor representatie en verdient trouwens meer dan het dubbele van onze eerste man. Het is onze zaak niet hoeveel de Italiaanse ambassade mag uitgeven, en dat moet het ook maar niet worden. Mutualisering van schulden – en dat is de consequentie als Draghi's nieuwe aankondiging realiteit wordt – is vergif voor de politieke solidariteit. Subsidies aan arme lidstaten horen te lopen via de begroting in Brussel, en niet via een ondemocratische Centrale Bank.

In Juli 2012 was de aankondiging al voldoende als marsorder voor de rentestanden in Ierland, Spanje en andere euro-landen die worstelden met verkoop door buitenlandse banken van hun schuld. Dit keer heeft de aankondiging tot nog toe alleen de euro zwakker gemaakt, en ontbreken de vreugdesignalen op de beurzen in Europa. Dat was te verwachten, want er is ook geen economische logica dat een ruil van divers nationaal schuld papier en ECB-schuld papier de euro-landen zal helpen aan meer economische groei en minder werkloosheid.

De aankondiging van Draghi is in de lijn van soortgelijke acties in de Verenigde Staten, maar daar is ook al geen bewijs dat die hebben geholpen. In 2008 en 2009 hebben de centrale banken goed werk gedaan met hun garanties op financiële markten die anders hadden gestokt. Meer recent is er geen bewijs dat koop en verkoop van divers papier heeft geholpen voor de groei en de werkgelegenheid. Nog steeds kan de centrale bank met rente en wisselkoers iets doen aan de economische vooruitzichten – en misschien is dat ook wel stiekem het echte doel van de ECB. Maar de letterlijke uitvoering van Draghi's nieuwe plan leidt gegarandeerd tot grote politieke twisten tussen het "Noordelijke" kamp plus Spanje en Portugal (waar wél is bezuinigd en hervormd) en Italië en Frankrijk met een veel zwakkere politieke cultuur. Misschien heeft onze Nederlandsche Bank president net als zijn Duitse collega vorige week tegen gestemd in het bestuur van de ECB. Een tegenstem is economisch terecht en politiek veel prudenter dan verwachtingen kweken over een actie met zo'n groot risico bij implementatie van twist tussen de euro-landen. We moeten hopen dat dit slechte plan niet van de grond komt.

Eduard Bomhoff is oud-redakteur van het Journal of Monetary Economics. Hij was Bundesbank professor in Berlijn. Thans doceert hij aan Monash University in Kuala Lumpur.