

QE — for the people?

Monetair beleid na de Grote Financiële Crisis.

**Hielke Van Doorslaer
& Mattias Vermeiren**



MINERVA
progressieve
denktank

QE – for the people?

Monetair beleid na de Grote Financiële Crisis.

**Hielke Van Doorslaer
& Mattias Vermeiren**

Mattias Vermeiren is professor en onderzoeker aan het Ghent Institute for International Studies (GIIS - Universiteit Gent). Hij verricht onderzoek naar internationale monetaire en financiële relaties, monetaire politiek, en macro-economische politiek.

Hielke Van Doorslaer is als doctoraal onderzoeker verbonden aan het Ghent Institute for International Studies (GIIS - Universiteit Gent). Hij verricht onderzoek naar de evolutie van het monetaire beleid sinds de financiële crisis.

Inhoud

Algemene inleiding	4
Uitgebreide samenvatting	6
Introductie	9
Centraal bankieren in onverdachte tijden: voor de crisis	11
De nieuwe monetaire consensus	11
Heterodoxe bedenkingen bij de nieuwe monetaire consensus	13
Niet-conventionele maatregelen na de crisis: effecten en kritieken	17
Effecten van QE op inflatie	18
Effecten van QE op centralebankonafhankelijkheid	22
Effecten van QE op financiële stabiliteit	26
Effecten van QE op ongelijkheid	31
Effecten van QE op economische groei	35
Hervorming van het macro-economisch beleidskader: naar een alternatief voor QE?	39
Herziening van de inflatiedoelstelling van centrale banken	40
Herziening van het instrumentarium: 'QE for the people'	42
Conclusies en lessen voor de toekomst	46
Eindnoten	47

Algemene inleiding

Op 15 september 2008 kwam Lehman Brothers ten val. Een decennium later blijft het herstel van de economie precair en blijft ook de inflatiegraad onder de verwachtingen. Dit rapport werpt de vraag op waar we nu staan: is de crisis afgewend en zo ja, op een manier die een volgende recessie voorkomt of net voorbereidt? Zijn de onderliggende grondoorzaken van de crisis weggenomen of hebben we vuur met vuur bestreden en is het wachten tot de volgende bel barst? Hoeveel macro-economische manoeuvreerruimte blijft er dan nog over om de economie te stimuleren? Om tot antwoorden op die vragen te komen, zal dit rapport inzoomen op het gevoerde monetair beleid voor én na de crisis. Waarom ons daarbij beperken tot monetair beleid? Een belangrijke verklaring ligt in het feit dat macro-economisch beheer in recente jaren in toenemende mate het exclusieve terrein werd van monetair beleidsmakers. Het zijn dus centrale banken die optraden als voornaamste actoren in het herstelbeleid.

Toch stellen we daarbij een vreemde paradox vast: hoewel het belang van monetair beleid de voorbije jaren fors is toegenomen en de genomen beleidskeuzes dus een erg ingrijpende impact hebben gehad op het leven van EU-burgers, gaat dat toegenomen gewicht van monetair beleid slechts zelden gepaard met een gelijkwaardige toename in aandacht voor de genomen beleidskeuzes. Monetair beleid blijft te vaak miskend. Dat heeft ook veel te maken met het feit dat het gepercipieerd wordt als technische materie die zich afspeelt op het terrein van deskundigen en daarom moet overgelaten worden aan de experts. Dat is uiteraard ook de boodschap die centrale bankiers zelf al jaren uitsturen. Toch heeft elke beleidskeuze die gemaakt wordt distributieve en dus politieke implicaties. Het is daarom de expliciete doelstelling van dit rapport om het debat over het gevoerde monetair beleid te *evalueren*, te *democratiseren* en te *politiseren*.

(1) *Evalueren* slaat daarbij op het feit dat wat we hier presenteren een metastudie is van het debat tot hiertoe, in hoofdzaak gericht op de verschillende effecten van kwantitatieve verruiming (QE), het voornaamste wapen dat werd ingezet om de crisis te bestrijden. We zullen daarbij de verschillende kritieken op het programma naast elkaar plaatsen met de achterliggende vraag hoe de verschillende kritieken zich tot elkaar verhouden en hoe intern consistent ze zijn. Een vaak gehoorde kritiek is bijvoorbeeld dat QE onherroepelijk tot inflatieopstoten moet leiden. Toch stellen we vandaag vast dat de kerninflatie, ondanks de injectie van grote bedragen extra gecreëerd geld, eerder te laag dan te hoog blijft.

(2) Verder willen het debat *democratiseren* in de zin dat we met dit rapport een vorm van bewustwording over de impact van het gevoerde monetair beleid willen creëren bij een ruimer publiek, en daarmee de deelnemers aan het democratische debat willen verruimen. Nu komen immers vaak steeds dezelfde stemmen aan bod, en dat zijn meestal professionele economen die vaak aan een centrale, private of commerciële bank gebonden zijn. Nochtans heeft het beleid een impact op ons allemaal en ook op de manier waarop we ons ruimer economisch bestel vormgeven. Dat lijkt ons een discussie waarin we dus best allemaal betrokken zijn.

(3) Met *politiseren* doelen we op het feit dat we monetair beleid terug expliciet de inzet willen maken van een politieke discussie. We willen met andere woorden het politieke meningsverschil herwaarderen en onenigheid terug in het debat injecteren. Elke politieke beslissing wordt immers gekenmerkt door menings- en belangentegenstellingen. Het is daarom cruciaal om het 'politieke' karakter van beslissingen te blijven ontbloten. Op die manier moet ook duidelijk worden dat elk beleidscompromis stevast een tijdelijk compromis is, dat telkens opnieuw democratisch afgedwongen moet worden.

Het zal bij dit alles onze expliciete stelling zijn dat het huidige macro-economische beleidskader onvoldoende aangepast is aan de huidige en komende uitdagingen waarmee het zich geconfronteerd ziet. Elk kader is een kind van zijn tijd, en een antwoord op een specifiek historisch probleem. Bijgevolg is het huidige kader voorbijgestreefd: het is het product van de stagflatiecrisis in de jaren 70. In de nasleep daarvan werd inflatie hét economische probleem bij uitstek. In analogie zou men na de diepe crisis van 2008 eenzelfde kentering verwachten, waarbij centrale banken het blikveld verruimen en zich bewust

worden van andere 'problemen'. Toch blijven ongelijkheid (en het gekoppelde gebrek aan geaggregeerde vraag) en klimaatverandering, de twee grootste problemen van het huidige bestel, helemaal van de radar van monetaire beleidsmakers. De houding van centrale bankiers en monetaire beleidsmakers lijkt daarentegen gekenmerkt door het verlangen om zo snel mogelijk terug te keren naar de éénduidige en comfortabele wereld van voor de crisis. Het rapport hoopt duidelijk te maken waarom dat een slecht idee zou zijn.

Daarnaast hoopt dit rapport niet zozeer een radicaal nieuwe invulling te geven aan de geschiedenis van het monetair beleid sinds de crisis, maar zal het veeleer trachten om de 'losse eindjes' aan elkaar te knopen tot een geheel dat groter is dan de som van de delen. Anders gesteld: veel van wat reeds elders is geschreven, hebben we hier proberen te verzamelen en in breder perspectief te plaatsen. Dit hebben we proberen te doen door 'verleden', 'heden' en 'toekomst' van het monetair beleid in de geavanceerde economieën aan elkaar te koppelen. Zodoende moet duidelijk worden dat gemaakte keuzes in het verleden en keuzes en dynamieken in het heden de toekomst mee bepalen, zonder deze evenwel te determineren. Vandaar ook het belang van het politiseren van het monetaire debat: de discussie openen over eerder gemaakte keuzes opent de weg voor mogelijke andere keuzes; keuzes die ons mogelijk allemaal beter zouden dienen. Dat is uiteindelijk de ultieme betrachting van dit rapport: de deur op een kier zetten voor dat soort keuzes. Toch moet er daarbij op gewezen worden dat de alternatieven die hier naar voren geschoven worden duidelijk 'gesitueerde' alternatieven zijn en uit een zekere pragmatiek voortvloeien. Dit betekent dat we niet *ex nihilo* maar binnen de huidige institutionele en politieke context van de eurozone op zoek zijn gegaan naar betere opties om de crisis te bekampen. Dit maakt dat het 'voorwaardelijke' alternatieven zijn die enkel binnen deze specifieke context als beste (of minst slechte) oplossing naar voren komen.

Uitgebreide samenvatting

De tijd lijkt rijp om een evaluatie te maken van het gevoerde herstelbeleid na de crisis en na te gaan welke lessen hieruit getrokken kunnen worden voor de toekomst. Een eerste vaststelling daarbij is dat een expansief budgettair of begrotingsbeleid, de hefboom waarmee recessies doorgaans bestreden worden, al snel buitenspel werd gezet. De Europese Centrale Bank werd daardoor (noodgedwongen) de voornaamste actor in het herstelbeleid. Het is op basis daarvan dat dit rapport zal kijken naar het verleden, heden en de mogelijke toekomst van monetair en macro-economisch beleid in Europa.

Vanaf de jaren 90 domineerde de ‘**nieuwe monetaire consensus**’ het beleid. Die kijk wordt gekenmerkt door een ‘nauwe kijk’ op centraal bankieren waarbij de primaire taak van een centrale bank erin bestaat om de inflatiegraad te beteugelen en binnen een vooraf bepaald bereik te houden door de kortetermijninterestvoeten te manipuleren. Het feit dat prijsstabiliteit de ultieme doelstelling werd van centrale banken in de geïndustrialiseerde wereld volgde uit nieuwe economische theorieën die op lange termijn geen afwijking meer veronderstelden tussen inflatie- en werkloosheidsbestrijding. Structurele hervormingen – zoals liberalisering van de arbeidsmarkten en productmarkten – werden de enige duurzame manier om de ‘natuurlijke’ evenwichtswerkloosheid op lange termijn te reduceren. Een tweede pijler van de consensus was dat centrale banken ‘politiek onafhankelijk’ moesten zijn om electoraal opportunisme van de regering te vermijden. Budgettair beleid van democratisch verkozen regeringen werd volledig ondergeschikt aan het anti-inflatoir monetair beleid van technocratische en gedepolitiseerde centrale banken. Een derde belangrijke pijler van de consensus was dat financiële stabiliteit geen expliciete doelstelling hoefde uit te maken van centrale banken: lage inflatie was het absolute primaat waaruit ook macro-economische stabiliteit zou voortvloeien. Aansluitend hierbij dienden renteverhogingen van de centrale bank enkel om inflatie van *consumptie*prijzen te temperen, maar niet om eventuele zeepbellen te bestrijden in huizen- en effectenmarkten (*i.e.* inflatie in *activa*prijzen). Men was ervan overtuigd dat een tijdperk van de ‘Grote Moderatie’ was aangebroken, waarbij men er in geslaagd was om via het toepassen van ‘de ijzeren wetten van goed monetair bestuur’ de economische cycli van groei en recessie voorgoed uit te bannen.

Er waren echter ook enkele **belangrijke problemen verbonden met de nieuwe consensus**:

- De consensus evacueert fundamenteel politieke verdelingsvraagstukken die inherent zijn aan monetair beleid naar het technisch-deskundige domein. Monetaire beleidskeuzes hebben echter altijd en overal politieke implicaties; bij elke keuze worden immers winnaars en verliezers aangeduid. De nadruk op lage inflatie is op die manier geenszins een ‘neutrale’ of ‘wetenschappelijke’ keuze maar eerder iets dat we als een ‘institutionele verankering van macro-economische preferenties’ zouden kunnen omschrijven. Zo heeft de verlaging van de inflatie in belangrijke mate bijgedragen tot de groei in inkomens- en vermogensongelijkheid in de geavanceerde economieën.
- De consensus legt de nadruk op politieke onafhankelijkheid van centrale banken maar is blind voor het gevaar dat centrale banken in toenemende mate afhankelijk worden van financiële markten. Deze situatie wordt ook wel ‘financiële dominantie’ genoemd, aangezien monetair beleid meer en meer ten dienste komt te staan van heersende dynamieken in financiële markten en de preferenties van financiële beleggers.
- De Grote Moderatie betekende niet het einde van economische cycli maar maskeerde de opbouw van private schulden en andere macro-economische onevenwichten. Deze kritiek hangt enigszins samen met de eerste: het nastreven van lage inflatie voedde een trend van loonstagnatie en stijgende inkomensongelijkheid en ondermijnde hierdoor de geaggregeerde vraag in de economie. Dit gat in de geaggregeerde vraag werd tijdelijk opgevuld met stijgende kredietverlening en de expansie van nieuwe financiële producten die het toekennen en verpakken van schulden mogelijk maakten. Daarmee ligt de nauwe invulling van het mandaat van centrale banken mee aan de grondslag van de crisis.

Met het losbarsten van de financiële crisis kwamen centrale banken al snel zonder munitie te zitten om de economie te stimuleren: de kortetermijninterestvoeten, het conventionele instrument waarmee centrale banken een inflatiepeil van ongeveer twee procent handhaven, stootten al snel op de nulgrens (*effective of zero lower bound*) en verloren op die manier hun effectiviteit. Vanaf dat moment waren centrale banken aangewezen op 'onconventionele' maatregelen. Het voornaamste instrument om de economie te stimuleren werd het instrument van kwantitatieve verruiming of *Quantitative Easing* (QE): het massaal opkopen van financiële activa (grotendeels staatsobligaties) met als doelstelling om de langetermijnrente te drukken. Het instrument kent echter een aantal bijwerkingen of effecten die de vraag doen rijzen of het wel het meest geschikte antwoord op de crisis is.

- **Effecten op inflatie:** Een van de meest klassieke kritieken is dat QE de inflatie zal aanwakkeren en op die manier kan uitmonden in een scenario van hyperinflatie. Het lijkt echter dat de evolutie van de loonkost weinig opwaartse druk op de kerninflatie heeft gelegd, ondanks de scherpe daling van de werkloosheidsgraad in dezelfde periode. Dit wijst mogelijks op een structurele verzwakking van de onderhandelingsmacht van werknemers en vakbonden, onder meer door de jarenlange nadruk op lage inflatie, loonrepressie en de recentere tendens naar arbeidsflexibilisering. Het uitblijven van inflatoire druk door loonstijgingen wijst daarmee mogelijks op het bestaan vandaag van een *horizontale* Philipscurve, waarbij zelfs bij dalende werkloosheid er weinig of geen druk van onderuit op de lonen komt en prijsstijgingen daarmee ook uitblijven. Het probleem is dus veeleer het feit dat de kerninflatie hardnekkig (te) laag blijft.

- **Effecten op centralebankonafhankelijkheid:** QE zou centralebankonafhankelijkheid ondergraven door het vervagen van de grens tussen begrotings- en monetair beleid. We kunnen ons daarbij evenwel de vraag stellen of de crisis het centrale punt van de leer van centralebankonafhankelijkheid niet heeft betwist: democratisch verkozen politici zouden stevast gekenmerkt worden door een '*deficit bias*', een neiging om begrotingstekorten te hoog te laten oplopen, maar de crisis toonde echter dat de houding van verkozen politici ook kan overhellen naar wat men eerder een '*surplus bias*' zou kunnen noemen: de neiging om, zelfs in tijden van diepe recessie, de nadruk te leggen op een begroting in evenwicht door fors te knippen in de publieke uitgaven. De sterke institutionele scheiding tussen monetair en budgettair beleid heeft er bijgevolg voor gezorgd dat het begrotings- en monetair beleid elkaar actief zijn gaan tegenwerken, alsof beide instrumenten in een partijtje armworstelen verward waren waarbij ze elk de tegenovergestelde richting uitduwden.

- **Effecten op financiële stabiliteit:** Enerzijds heeft QE opgetreden als een stabiliserende factor voor de globale economie. Anderzijds gaat QE ook gepaard met nieuwe risico's die op lange termijn kunnen bijdragen aan nieuwe vormen van financiële instabiliteit. Het is immers duidelijk dat centrale banken via hun niet-conventionele maatregelen private kredieten trachten aan te moedigen met stijgende activaprijzen als onderpand. Met andere woorden: men lijkt de negatieve effecten van een doorgedreven financialisering te bevechten met nog meer financialisering. De contradicties in het systeem worden zo niet 'geneutraliseerd' maar net naar een hoger niveau getild.

- **Effecten op ongelijkheid:** Door activaprijzen mee de hoogte in te duwen heeft QE de *vermogensongelijkheid* in de hand gewerkt. Hoewel QE tegelijkertijd ook een positieve impact kan hebben op de *inkomensverdeling* (via hogere loongroei en lagere reële schuldenlast), is het twijfelachtig of QE de meest doeltreffende manier was om deze positieve impact te realiseren. Centrale bankiers reageren doorgaans op deze vaststelling met de opmerking dat het beperken van de ongelijkheid niet tot het nauwe mandaat van de centrale bank behoort en als zodanig geen doelstelling kan zijn van hun monetair beleid.

- **Effecten op economische groei:** QE is een onvoldoende effectief instrument gebleken om de economie opnieuw op volle capaciteit te brengen. Het heeft tien jaar geduurd vooraleer de VS, het VK en de meeste kernlanden van de Eurozone de 'outputkloof', het verschil tussen het actuele en potentiële bbp, hebben gedicht. Dit betekent dat de macro-economische beleidsmix – i.e. de combinatie van monetaire en budget-

taire maatregelen – onvoldoende expansief is gebleken om de geaggregeerde vraag sneller op peil te brengen. De moeilijkheid om de geaggregeerde vraag voldoende te stimuleren kan bovendien wijzen op een dieperliggende oorzaak: seculiere stagnatie.

Al de voorgaande factoren maken dat een herziening van het macro-economisch beleidskader zich opdringt. Daarbij kan het gaan om een herziening van het mandaat en de doelstellingen van de centrale bank versus een herziening van de instrumenten die de centrale bank gebruikt om aan zijn mandaat te voldoen. We bespreken in dit rapport de volgende voorstellen tot mandaatwijzigingen: (1) het verhogen van de inflatiedoelstelling; (2) een prijspeildoelstelling; en (3) een nominale bbp-doelstelling. Hoewel we het nut inzien van deze voorstellen, betwijfelen we of centrale banken deze nieuwe doelstellingen ook effectief kunnen realiseren via hun conventionele beleidsinstrumenten – eventueel aangevuld met ‘onconventionele’ maatregelen zoals QE. Om deze nieuwe doelstellingen ook effectief te kunnen realiseren zal meer coördinatie tussen budgettair en monetair beleid noodzakelijk zijn.¹ Met andere woorden, ook een herziening van het instrumentarium van centrale banken is vereist.

In de context van de crisis werden andere instrumenten dan QE te weinig onderzocht. Nochtans is er een ander instrument dat over de klassieke scheidslijnen heen wordt voorgesteld als effectief instrument om een deflatoire situatie te ontmijden: *QE for The People* (QE4P).

QE4P kent in essentie twee varianten: 1) monetaire financiering van overheidsschuld, en 2) directe monetaire transfers naar huishoudens (helikoptergeld). In beide gevallen is de ‘verruiming’ van de balans van de centrale bank niet tijdelijk maar permanent. Het gevaar de schuldgedreven economie verder te voeden wordt op deze manier vermeden: de geaggregeerde vraag wordt aangewakkerd zonder dat consumenten hiervoor nieuwe schulden moeten aangaan. Verder moet hier geen financiële intermediatie door commerciële banken plaatsvinden, of een omweg gemaakt worden via het aanblazen van activaprijzen, waardoor de impuls directer en gericht kan plaatsvinden. Omwille van de directe en onmiddellijke impact op de geaggregeerde vraag is QE4P ook een beter antwoord op de mogelijke uitdagingen van seculiere stagnatie.

Introductie

Op 15 september 2018 is het exact 10 jaar geleden dat de belangrijke Amerikaanse investeringsbank Lehman Brothers het faillissement aanvroeg. De bank had stevig gespeculeerd op stijgende vastgoedprijzen en had in grote mate belegd in vastgoedderivaten. Door het leeglopen van de Amerikaanse vastgoedbubbel bleef de bank echter achter met onzekere en vaak waardeloze beleggingen. De datum is voornamelijk van symbolisch belang omdat met het bankroet een vastgoedcrisis op de Amerikaanse vastgoedmarkt transformeerde in een wereldwijde financiële crisis die de grootste recessie inluidde sinds de Grote Depressie. Banken werden genationaliseerd, budgettaire herstelprogramma's werden aangekondigd, korttermijnrentes werden drastisch verlaagd en centrale banken maakten enorme hoeveelheden geld vrij in de vorm van kwantitatieve versoepeling of *Quantitative Easing* (QE) om de economie te ondersteunen en opnieuw te doen opveren. Tien jaar later blijft het herstel van de economische groei echter precair en blijft ook de inflatiegraad ver onder de verwachtingen. De tijd lijkt daarmee rijp om een evaluatie te maken van het gevoerde herstelbeleid en na te gaan welke lessen hieruit getrokken kunnen worden voor de toekomst.

Een eerste zaak die opvalt is dat een soepel budgettair of begrotingsbeleid, de hefboom waarmee recessies doorgaans bestreden worden, al snel buitenspel werd gezet. Na het losbarsten van de Grote Financiële Crisis (GFC) kon er nochtans een kortstondig 'Keynesiaans reveil' waargenomen worden. In het officiële communiqué van de leiders na de G20-top in Londen lezen we nog: *"We are undertaking an unprecedented and concerted fiscal expansion, which will save or create millions of jobs which would otherwise have been destroyed, and [...] we are committed to deliver the scale of sustained fiscal effort necessary to restore growth."*²

De verbale budgettaire ijver werd echter snel omgebogen naar een nadruk op besparingen volgens de doctrine van de '*expansieve zuinigheid*'³, waarbij besparingen op overheidsuitgaven in een recessie het vertrouwen van consumenten en private investeerders zouden herstellen en op die manier - tegen elke gangbare economische logica in - toch voor hernieuwde groei zouden zorgen. De strategie bestond er met andere woorden in om de recessie 'weg te besparen'. De Europese Centrale Bank (ECB) werd daardoor (noodgedwongen) de voornaamste actor in het herstelbeleid, waardoor dit rapport bijgevolg voornamelijk op het gevoerde monetair beleid zal focussen.

Uiteraard hebben het gevoerde budgettaire beleid (besparingen) en het monetair beleid (versoepeling) op elkaar ingewerkt waardoor we het monetair beleid niet in isolatie kunnen beschouwen. Als we de effecten van het gevoerde monetair beleid willen evalueren zullen we dus ook oog moeten hebben voor de interactie-effecten met het gevoerde begrotingsbeleid. Daarbij kunnen we nu al stellen dat de twee 'armen' van het herstelbeleid (budgettair en monetair) elkaar op actieve wijze hebben tegengewerkt: terwijl de besparingsmaatregelen vraag aan de algemene economie onttrokken, probeerde het monetaire beleid hopeloos extra vraag in de vorm van liquiditeit in de economie te injecteren. Dit geldt alvast als één van de verschillende verklaringen waarom het herstel zo traag verliep en ook nu nog kwetsbaar blijft. Een eerste belangrijke les die we dus nu al naar voren kunnen schuiven is dat er nood is aan meer coördinatie tussen wat in essentie twee verschillende armen van dezelfde uitvoerende macht zijn.

De rest van het rapport valt uiteen in drie grote delen, waarbij we zowel het verleden, het heden als de mogelijke toekomst van centraal bankieren zullen belichten. Het **eerstvolgende hoofdstuk** zal de contouren van het monetair beleid vóór de crisis behandelen. De periode in aanloop naar de crisis wordt gekenmerkt door een breed gedragen consensus omtrent centraal bankieren waarbij de nadruk ligt op onafhankelijke centrale banken die een zo laag mogelijk inflatiepeil nastreven. Het instrument bij uitstek dat centrale banken daarbij hanteren zijn de kortetermijninterestvoeten. Doorgaans zal de kortetermijnrente naar boven toe worden bijgesteld als het inflatiepeil boven een bepaald niveau dreigt uit te stijgen (de meeste centrale banken hanteren hiervoor een richtpeil van 2%). Dit om de economie af te remmen en oplopende inflatie te vermijden. Omgekeerd zullen interestvoeten verlaagd worden als de economie slabakt en het inflatiepeil fors onder de twee procent dreigt te zakken.

Het fors verlagen van de interestvoeten is ook wat er gebeurde als primair antwoord op de crisis. Door geld ‘goedkoop’ te maken, hoopten centrale banken particulieren en bedrijven terug aan te zetten tot investeren en consumeren. Die beproefde methode botste echter snel op de ‘nulgrens’: het moment waarop rentevoeten nul of quasi nul bedragen en niet verder verlaagd kunnen worden. Centrale banken waren vanaf dan op experimenteren aangewezen en grepen naar zogenaamde ‘onconventionele maatregelen’, waarvan kwantitatieve versoepeling of QE de belangrijkste was. Het **tweede hoofdstuk** van het rapport zal daarom dieper ingaan op het beleid van QE en de belangrijkste allocatieve en distributieve effecten ervan bespreken. We zullen ook uitgebreid stilstaan bij een aantal kritische bedenkingen die bij het gevoerde beleid te maken zijn.

Na in het tweede hoofdstuk een kritische evaluatie gemaakt te hebben van het gevoerde beleid, zal het **derde en laatste hoofdstuk** een aantal voorstellen voor alternatief beleid belichten. Hierbij zullen we het uitgebreidst stilstaan bij wat gaandeweg bekend is gaan staan als ‘*QE for the People*’ of ‘kwantitatieve versoepeling voor het volk’. In essentie valt QE4P uiteen in twee concrete voorstellen: (1) helikoptergeld enerzijds, waarbij de centrale bank extra geld drukt en dit rechtstreeks uitdeelt aan burgers en bedrijven, en (2) monetaire financiering van overheidsuitgaven anderzijds, waarbij de centrale bank extra geld creëert om gerichte overheidsuitgaven te financieren. Ook andere alternatieve voorstellen zullen echter kort belicht worden.

Centraal bankieren in onverdachte tijden: voor de crisis

De nieuwe monetaire consensus

Na enkele kortstondige en onsuccesvolle pogingen het monetair beleid te stoelen op puur monetaristische beginselen in de jaren 80, domineerde vanaf de jaren 90 de 'nieuwe monetaire consensus' zowel het intellectuele als het praktische domein.⁴ De consensus laat zich kenmerken door wat een 'nauwe kijk' op centraal bankieren kan genoemd worden, waarbij de primaire taak van een centrale bank erin bestaat om het inflatiepeil te beteugelen en binnen een vooraf bepaald bereik te houden door gebruik te maken van wijzigingen in de kortetermijninterestvoeten. De wereld van centraal bankieren vóór de crisis was daarmee een bedrieglijk simpele en ondubbelzinnige wereld: eens de doelstelling van prijsstabiliteit - opgevat als lage inflatie - bereikt was, zou al de rest vanzelf volgen. De wereld was "*eenvoudig, ordelijk en knus*".⁵ Doelstellingen van financiële stabiliteit en tewerkstelling werden helemaal ondergeschikt gemaakt aan de primaire doelstelling van prijsstabiliteit. Prijsstabiliteit fungeerde daarmee als de spreekwoordelijke '*silver bullet*' die alle andere mogelijke doelstellingen voorafging.

De nieuwe monetaire consensus berustte in essentie op drie belangrijke 'pijlers':

1. Inflatietargeting via kortetermijnrentepolitiek;
2. Centralebankonafhankelijkheid;
3. Eenzijdige focus op prijsstabiliteit als anker voor macro-economische stabiliteit.

Een **eerste belangrijke pijler** van het dominante beleidsparadigma bestond uit inflatietargeting, een techniek waarbij centrale banken via gerichte rentepolitiek een numerieke en vooraf vastgelegde inflatiedoelstelling nastreven. De inflatiedoelstelling of prijspeilstijging die daarbij wordt nagestreefd is vaak 'zo laag mogelijk' zonder evenwel een nulpeil na te streven, zodanig dat het risico op het opwekken van een deflatiespiraal - waarbij prijzen jaar na jaar dalen en burgers en bedrijven aankopen en investeringen voor een niet nader bepaalde tijd gaan uitstellen (met grote schade voor de economie tot gevolg) - wordt vermeden. In de praktijk werken de meeste centrale banken in de geavanceerde economieën met een richtpeil van ongeveer twee procent. Ook de Europese Centrale Bank (ECB) mikt op een inflatiepeil van 'dichtbij maar onder de twee procent'. Wanneer het inflatiepeil dreigt af te wijken van de vooropgestelde doelstelling zal de centrale bank inflatie trachten af te remmen dan wel op te wekken via manipulatie van de interestvoeten op *korte termijn*. Dit gebeurt aan de hand van zogenaamde '*Open Market Operations*' (OMO), waarbij de centrale bank via de aan- of verkoop van effecten (voornamelijk in de vorm van staatsobligaties) de hoeveelheid geld in het bancaire systeem tracht bij te sturen. Het aankopen van dergelijke effecten zorgt voor een injectie van extra liquiditeit in het systeem waardoor de hoeveelheid geld in omloop stijgt en de rentevoeten dalen. Dit heeft het effect van een stimulus voor de economie aangezien het lenen van geld goedkoper gemaakt wordt. Bij de verkoop door de centrale bank van dergelijke effecten zal de hoeveelheid geld in omloop dalen en de rente stijgen, wat dan weer een remmend effect op de economie zal hebben omdat het ontlenen van geld duurder wordt.

Het feit dat prijsstabiliteit de ultieme doelstelling werd van centrale banken in de geïndustrialiseerde wereld volgde uit nieuwe economische theorieën die op lange termijn geen afweging tussen inflatie- en werkloosheidsbestrijding veronderstelden. Een dergelijke afweging was nochtans een belangrijk onderdeel van het traditioneel Keynesiaanse gedachtegoed, tot en met de jaren 70 dominant in de economische beleidswereld, en staat bekend als de 'Phillipscurve': de stelling dat er een negatieve correlatie bestaat tussen het inflatiepeil en de werkloosheidsgraad in de economie. Tijdens de jaren 70 leek de stagflatiecrisis deze stelling te weerleggen, wat de baan ruimde voor nieuwe theorieën (eerst het monetarisme en later de Nieuw-Klassieke macro-economie) die uitgingen van een *verticale* Phillipscurve op langere termijn: beleidsmakers zouden de werkloosheidsgraad onmogelijk onder een 'natuurlijk' evenwichtsniveau kunnen terugdringen via expansieve maatregelen; elke poging om dit toch te proberen zou op langere termijn enkel

uitmonden in hogere inflatie – vandaar dat men spreekt van de ‘*non accelerating inflation rate of unemployment*’ (NAIRU). Structurele hervormingen – zoals liberalisering van de arbeidsmarkten en productmarkten – zijn dan de enige duurzame manier om NAIRU en de ‘natuurlijke’ evenwichtswerkloosheid op lange termijn te reduceren. Deze theorieën gingen uit van ‘adaptieve’ en later ‘rationele verwachtingen’: loon- en prijszetters zullen anticiperen op een stimulerend overheidsbeleid door stijgende inflatiecijfers in te calculeren in hun beslissingen, wat de stimulans doet uitvlakken en uiteindelijk enkel inflatie creëert. Nieuw-Keynesiaanse economen namen deze premisse van rationele verwachtingen over en zagen hierdoor enkel op korte termijn een rol voor een contracyclisch vraagondersteunend monetair beleid (bij dalende groei); centrale banken mogen hierbij op langere termijn weliswaar nooit de prijsstabiliteit in gevaar brengen. Het is deze *Nieuw-Keynesiaanse consensus* die – in meer of minder mate – tot het uitbreken van de crisis werd gedeeld door monetaire beleidsmakers in de vier grootste centrale banken (Federal Reserve, ECB, Bank of England en Bank of Japan).

Hoewel volgens de Nieuw-Keynesiaanse visie monetair beleid op langere termijn ondoeltreffend is in het stimuleren van de economische groei en tewerkstelling, kunnen expansieve maatregelen wel op korte termijn meer jobs creëren. Hierdoor bestaat het risico dat politici de centrale bank voor de verkiezingen onder druk zullen zetten om de rente te verlagen; op die manier krijgt de economie een artificiële boost, wat hun kansen verhoogt om herkozen te geraken. Om dit gevaar in te dijken werden centrale banken ‘politiek onafhankelijk’ – de **tweede pijler** van de consensus. Enkel door centrale bankiers een strikt mandaat te verlenen om prijsstabiliteit te verzekeren én hun volledige autonomie over monetair beleid te garanderen kon men dit soort electoraal opportunisme vermijden. Verkozen politici konden met andere woorden niet meer vertrouwd worden om het monetaire beleid uit te stippelen, omdat ze voor elke verkiezingsronde verleid zullen worden om extra geld in de economie te pompen; hun horizon reikt maar tot de volgende verkiezingen, terwijl robuust monetair beleid op de lange termijn moet uitgezet worden (in de ‘*public choice*’ geïnspireerde literatuur spreekt men van een ‘*time inconsistency*’). Kortom, om een geloofwaardig monetair beleid te voeren moest de ‘geldpers’ gered worden uit de handen van kortzichtige politici en uitgeleverd worden aan ‘experts’, die autonoom de vereiste maatregelen kunnen nemen, afgeschermd van elke politieke invloed.

De centrale overtuiging van de consensus was dat onafhankelijke centrale banken via inflatietargeting de normale volatiliteit in de economie sterk kunnen reduceren. Monetair beleid verving daarmee een anti-cyclisch begrotingsbeleid als belangrijkste – en meestal enige – stabiliseringsmechanisme in de economie. Het begrotingsbeleid werd zo ondergeschikt gemaakt aan de inflatiedoelstelling van de centrale bank: de Keynesiaanse ‘budgettaire dominantie’, waarbij monetair beleid volledig ten dienste moet staan van een activistisch begrotingsbeleid gericht op volledige tewerkstelling, werd ingeruild voor ‘monetaire dominantie’. Eén van de beginselen van deze monetaire dominantie is dat centrale banken de begrotingstekorten van de regering nooit via de geldpers mogen financieren. Omdat democratisch verkozen regeringen volgens *public choice*-theorieën een inherente neiging hebben om publieke schulden op te bouwen (de zogenaamde ‘*deficit bias*’), was dit overigens een bijkomende reden om centrale banken onafhankelijk te maken. Vooral in de eurozone hechtte men belang aan dit verbod op ‘monetaire financiering’ om redenen die verderop in dit rapport besproken zullen worden.

Een **derde belangrijke pijler** van de consensus was dat financiële stabiliteit geen expliciete doelstelling hoefde uit te maken van centrale banken: lage inflatie was het absolute primaat waaruit ook macro-economische stabiliteit zou voortvloeien. Deze stabiele macro-economische omgeving schiep op zijn beurt zeggend ook financiële stabiliteit. Overzicht en regulering van de financiële sector hoefde dan ook niet expliciet tot de taken van een centrale bank te behoren. Deze taken konden beter overgelaten worden aan de financiële markten zelf en/of gespecialiseerde toezichthouders, die de nadruk legden op microprudentieel beleid – *i.e.* het stabiel houden van het *gehele* financieel systeem via het controleren van de gezondheid van *individuele* financiële instellingen. Aansluitend hierbij dienden renteverhogingen van de centrale bank enkel om inflatie van *consumptieprijzen* te temperen, maar niet om eventuele zeepbellen te bestrijden in huizen- en effectenmarkten (overdreven inflatie van *activaprijzen*). De dominante visie was dat proactief optreden en het afremmen van zeepbellen (door een verhoging van de rentevoeten) hoge potentiële kosten

had, terwijl de effecten van het barsten van een zeepbel relatief makkelijk konden worden opgevangen door de rentevoeten kortstondig te verlagen.⁶ De taak van de centrale bank was dus niet om ‘tegen de wind in te leunen’ maar om ‘de schade op te ruimen na het barsten van de bel’. Dit debat staat bekend als de ‘lean vs. clean’-discussie, waarbij de tweede optie duidelijk de opperhand kreeg als de ‘Greenspan-doctrine’ (genoemd naar de voormalige gouverneur van de Amerikaanse centrale bank, Alan Greenspan).⁷

Ongeveer gelijktijdig met de doorbraak van de nieuwe consensus brak ook een periode aan die de geavanceerde economieën in relatief rustig vaarwater bracht. Het tijdperk van midden jaren 80 tot midden jaren 2000 ging men daarom ook bestempelen als het tijdperk van de ‘Grote Moderatie’. De ongewone stabiliteit die deze periode kenmerkte liet uitschijnen dat men er, na de voorgaande woelige periodes, eindelijk in geslaagd was om door te dringen tot ‘de ijzeren wetten van goed monetair bestuur’.⁸ Dit kweekte bij vooraanstaande neoklassieke economen en centrale bankiers de illusie dat crisissen zij het niet voorgoed dan toch voor een behoorlijke tijd uitgebannen waren. Illustratief voor dit overmoedige geloof was deze uitspraak van Robert Lucas – grondlegger van de Nieuw-Klassieke macro-economie – in een toespraak voor de American Economic Association in 2003, slechts vier jaar voor het uitbreken van de grootste financiële crisis sinds de Grote Depressie: “[The] central problem of depression prevention has been solved, for all practical purposes, and has in fact been solved for many decades.”⁹ Christina Romer, professor economie aan de Berkeley Universiteit in California en deel uitmakend van de economische adviseurs van President Obama, hield er tot September 2007 erg gelijkaardige ideeën op na: “[...] better policy, particularly on the part of the Federal Reserve, is directly responsible for the low inflation and the virtual disappearance of the business cycle... The story of stabilization policy of the last quarter century is one of amazing success. We have seen the triumph of sensible ideas and have reaped the rewards in terms of macroeconomic performance.”¹⁰

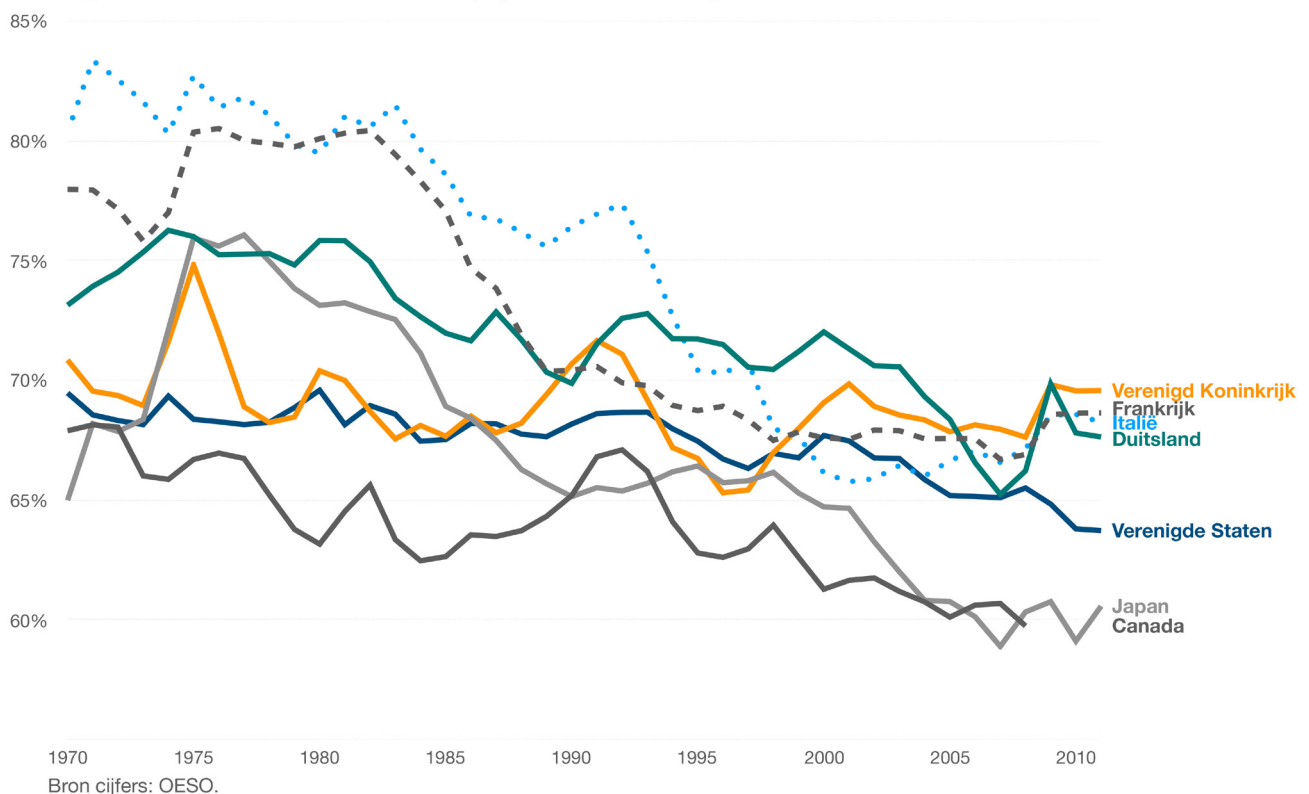
Dit monetair beleidsparadigma werd dus tot het uitbreken van de mondiale financiële crisis algemeen beschouwd (en niet in het minst door centrale bankiers zelf) als de ultieme oorzaak van de ‘Grote Moderatie’ en het uitbannen van de typisch volatiele conjunctuur die de geavanceerde economieën in voorgaande perioden kenmerkten.

Heterodoxe bedenkingen bij de nieuwe monetaire consensus

Ook vóór de crisis reeds oefen een aantal belangrijke heterodoxe (politieke) economen kritiek uit op het dominante beleidsparadigma. Een eerste belangrijke vorm van kritiek richtte zich daarbij op de zogenaamde ‘onafhankelijkheid’ van centrale banken en de concrete invulling daarvan. Een belangrijke veronderstelling die aan de basis ligt van de doctrine van centralebankonafhankelijkheid waarbij fundamentele bedenkingen kunnen gemaakt worden is de idee dat centrale bankiers in de hoedanigheid van experts een soort waardenvrije en neutrale wetenschap belijden waardoor hun beslissingen niet ‘gekleurd’ zijn door deze of gene voorkeuren maar steeds het algemeen belang dienen. Daarmee functioneert de onafhankelijkheidsdoctrine als een soort ‘anti-politiek machine’¹¹; het evacueert fundamenteel politieke verdelingsvraagstukken die inherent zijn aan monetair beleid naar het technisch-deskundige domein. Monetaire beleidskeuzes hebben echter altijd en overal politieke implicaties; bij elke keuze worden immers winnaars en verliezers aangeduid. Of zoals Jonathan Kirshner, politiek econoom aan Cornell University, het treffend verwoord: “[...] every choice about money reflects the outcome of a political contest. That is, for every policy choice, there is an alternative that some actors would prefer”.¹² De leer van centralebankonafhankelijkheid depolitiseert de gemaakte keuzes niet, maar verhult het fundamenteel politieke karakter ervan. Wat op die manier ontstaat is dus geenszins een ‘neutrale’ of ‘wetenschappelijke’ keuze, maar eerder iets dat we als een ‘institutionele verankering van macro-economische preferenties’ zouden kunnen omschrijven. Hoewel de gemaakte keuze steeds politieke implicaties heeft en dus bepaalde politieke doeleinden dient, wordt die keuze (en de voorkeuren die eraan ten grondslag liggen) als het ware ‘geïmmuniseerd’, waardoor ze niet langer op politieke gronden kan worden aangevallen. De keuze is niet langer het gevolg van een politieke discussie, waar sociale voorkeuren in meespelen, maar eerder van een ‘technisch-wetenschappelijke’ discussie waar enkel ‘feiten’ van tel zouden zijn.

Heterodoxe economen wezen er dan ook op dat monetaire beleidskeuzes zoals het nastreven van een lage inflatie gepaard gaan met distributieve gevolgen en daarom politiek nooit neutraal zijn. Vanuit Marxistische en post-Keynesiaanse hoek stelde men dat voorrang verlenen aan prijsstabiliteit boven andere indicatoren zoals volledige tewerkstelling de onderhandelingsmacht van werknemers en vakbonden heeft ondermijnd.¹³ De focus op volledige tewerkstelling binnen de voorgaande periode had er volgens deze visie voor gezorgd dat er tijdens de jaren 50 en 60 een permanente krapte op de arbeidsmarkt was ontstaan, waardoor werknemers en vakbonden hogere lonen konden eisen en hun lonen gelijke tred hielden met de snel stijgende arbeidsproductiviteit. De Poolse Marxistisch-Keynesiaanse econoom Michał Kalecki voorspelde reeds in 1944 dat het Keynesiaanse regime van volledige tewerkstelling politiek onhoudbaar zou zijn, aangezien werkgevers op langere termijn nooit deze versterkte onderhandelingsmacht en toegenomen assertiviteit van de werknemers zou aanvaarden: “*Under a regime of permanent full employment, the ‘sack’ would cease to play its role as a disciplinary device. The social position of the boss would be undermined, and the self-assurance and class consciousness of the working class would grow. Strikes for wage increases and improvements in conditions of work create political tensions.*”¹⁴ Vanaf het midden van de jaren 60 zien we inderdaad een sterke toename van sociaal conflict, wat bovenop de olieprijschokken bijdroeg tot de stagflatiecrisis van de jaren 70. Een veel gehoorde stelling in de heterodoxe literatuur is dat deze crisis door werkgevers werd aangegrepen om structurele hervormingen te eisen die de positie van de werkgevers in ere moesten herstellen. De transitie naar een restrictief monetair beleidsregime gericht op lage inflatie werd hierbij essentieel geacht om de onderhandelingsmacht van de vakbonden te ondergraven.¹⁵ Dit zou een van de redenen zijn waarom vanaf het einde van de jaren 70 in de geavanceerde economieën de lonen gemiddeld minder sterk zijn gestegen dan de arbeidsproductiviteit en het ‘loonaandeel’ in het bbp bijgevolg is gedaald (zie FIGUUR 1).

Figuur 1: Loonaandeel in de G7-landen (in procent van het BBP)



Een ander belangrijk herverdelingsgevolg van lage inflatie is dat op die manier mensen met schulden worden benadeeld ten voordele van mensen met een groot vermogen. De reden is dat inflatie de reële waarde van financiële activa en passiva ondergraaft: bij een inflatiegraad van 5% zal iemand met 1.000 € op de bankrekening na een jaar 5% minder goederen en diensten kunnen kopen, wat de reële waarde van het geld met 5% doet dalen. Omgekeerd zal iemand met schulden bij hoge inflatie de reële schuldenlast zien dalen, aangezien het nominaal inkomen normaal gezien even sterk stijgt als de inflatie (zeker in

landen met automatische loonindexatie zoals België): iemand die maandelijks een vast bedrag van 500 € moet afbetalen, zal bij een inflatie van 5% ook een hoger nominaal inkomen hebben en de maandelijkse schuldafflossing gemakkelijker kunnen dragen. Dit essentieel onderscheid tussen nominale en reële waarde – waarbij de reële waarde verwijst naar de nominale waarde min de inflatiegraad – verklaart ook waarom mensen een hogere belasting op inkomsten uit hun financieel vermogen moeten betalen: deze belastingen (zoals de roerende voorheffing) worden berekend op de nominale waarden, zodat bij een hoger inflatieniveau de belastingdruk op financieel vermogen stijgt – zelfs bij een gelijkblijvend reëel inkomen op financiële beleggingen (zie TABEL 1 voor een numeriek voorbeeld). Om al deze redenen kunnen we stellen dat een monetair beleid gericht op lage inflatie inkomen en vermogen herverdeelt van huishoudens met netto-schulden naar huishoudens met netto-vermogen. Gezien enkel rijke huishoudens beschikken over een hoog financieel vermogen en arme gezinnen hetzij weinig vermogen hetzij netto-schulden hebben, heeft de verlaging van de inflatie bijgedragen tot de groei in inkomens- en vermogensongelijkheid in de geavanceerde economieën.

Tabel 1: Lage inflatie herverdeelt inkomen van schuldenaars naar schuldeisers

	Economie 1	Economie 2
Inflatie	0%	5%
Nominale rente	5%	10%
Reële rente	5%	5%
Verminderde kapitaalinkomst als gevolg van 20% heffing	1%	2%
Nominale rente na heffing	4%	8%
Reële rente na heffing	4%	3%

Kortom, heterodoxe politieke economen wezen er reeds voor de crisis op dat monetair beleid gericht op lage inflatie vooral voordelig is geweest voor mensen die hun inkomen halen uit bedrijfswinsten en financiële beleggingen – de ‘renteniersklasse’.¹⁶ Deze herverdelingsgevolgen werpen een ander licht op de vraag wat het precies betekent om als centrale bank ‘onafhankelijk’ te zijn: onafhankelijk van wat of wie? Lang voor het uitbreken van de crisis maakte men zich zorgen over de groeiende invloed van financiële markten op het monetair beleid van onafhankelijk centrale banken. Het is opmerkelijk dat deze zorgen ook werden gedeeld door sommige ‘mainstream’ economen en monetaire beleidsmakers zoals Alan Blinder – lid van de Council of Economic Advisors tijdens de Clinton-regering en voormalig vice-voorzitter van de Federal Reserve: “[independence from the rest of government] seems to be what people have in mind when they talk about independent central banks. [...] But there is another type of independence that, while just as important in my view, is rarely discussed: independence from the financial markets. [...] My point is that delivering the policies that markets expect – or indeed demand – may lead to very poor policy.”¹⁷

Deze potentiële afhankelijkheid van financiële markten – ook wel ‘financiële dominantie’ genoemd, aangezien monetair beleid ten dienste zou staan van heersende dynamieken in financiële markten en de preferenties van financiële beleggers – heeft verscheidene dimensies. Zo is het welbekend dat de financiële sector een belangrijke voorstander was van de nieuwe monetaire consensus: Adam Posen, huidige voorzitter van het Peterson Institute for International Economics (een Amerikaanse liberale economische denktank), argumenteerde in een veelgeciteerde studie uit 1995 dat de transitie naar onafhankelijke en anti-inflationaire centrale banken er voornamelijk kwam onder druk van de financiële sector.¹⁸ Daarnaast zijn centrale banken voor de uitvoering van het monetair beleid afhankelijk van de werking van financiële markten: de transmissie van het beleid naar de rest van de economie gebeurt immers in belangrijke mate via het verhandelen van financiële instrumenten. En net omdat centrale banken afhankelijk zijn van financiële transacties voor de uitvoering van hun beleid, is er sprake van een *infrastructurele macht* die uitgaat van de

financiële markten: de ECB heeft er bijvoorbeeld voor gezorgd dat de ‘repo-markt’, een interbancaire geldmarkt waar financiële instellingen op korte termijn liquiditeit uit- en ontleen door financieel onderpand te verhandelen, gespaard zou blijven van de geplande Financiële Transactietaks en andere “vervelende” regulering.¹⁹ Tot slot wordt vaak gesteld dat financiële markten en beleggers de ‘Greenspan-doctrine’ – de hierboven besproken visie dat centrale banken geen financiële zeepbellen mogen prikken maar enkel via scherpe renteverlaging een eventuele plotse daling van activaprijzen moeten bestrijden – interpreteerden als een ‘Greenspan-put’: aangezien de Federal Reserve elke plotse koersdaling trachtte te dempen via een renteverlaging, bestaat het risico dat beleggers de risico’s van hun financiële beleggingen minder hoog inschatten. Op die manier zou deze doctrine enkel financiële speculatie hebben aangewakkerd.

Dit brengt ons bij de laatste heterodoxe kritiek op de nieuwe monetaire consensus van voor de crisis. Het is immers duidelijk dat de toestand van lage inflatie en de gunstige economische omstandigheden van de Grote Moderatie geenszins een remedie waren voor grote financiële turbulentie. Integendeel, ze zouden de instabiliteit net aangewakkerd hebben: de lage volatiliteit in inflatie en productie hebben marktactoren er wellicht van overtuigd dat er minder risico in het systeem aanwezig was dan eigenlijk het geval was en hen op die manier aangezet tot excessief risicovol gedrag.²⁰ Dat is op zich geen nieuw inzicht: de Amerikaanse post-Keynesiaanse econoom Hyman Minsky beschreef in het begin van de jaren 90 met zijn *Financial Instability Hypothesis* al hoe economische stabiliteit zelf de vroedvrouw is van instabiliteit, net omdat ogenschijnlijk voorspoedige tijden bankiers, burgers en bedrijven aanzetten tot het aangaan van uitzonderlijke risico’s.²¹ De nieuwe monetaire consensus bleef echter grotendeels blind voor wat er zich achter de schermen afspeelde: een toenemende krediet- en schuldopbouw bij private actoren. De Grote Moderatie maskeerde met andere woorden de opbouw van private schulden – vooral bij private banken en gezinnen – en andere macro-economische onevenwichten. Deze kritiek hangt ook enigszins samen met de voorgaande kritieken: het nastreven van lage inflatie voedde een trend van loonstagnatie en stijgende ongelijkheid, wat de geaggregeerde vraag in de economie (in de vorm van private consumptie) ondermijnde. Dit gat in de geaggregeerde vraag werd tijdelijk opgevuld met stijgende kredietverlening en de expansie van nieuwe financiële producten die het toekennen en verpakken van schulden mogelijk maakten.

Wat we op die manier tot stand zagen komen was de opbouw van een gigantische kredietzeepbel die weliswaar aan het zicht van centrale banken werd onttrokken door de nadruk op het monitoren van prijsbewegingen en inflatie. Het ontbrak de centrale bank dan ook aan een gedegen macro-prudentieel beleid. Daarmee ligt de nauwe invulling van het mandaat van centrale banken mee aan de grondslag van de crisis. Het moet daarom ook duidelijk zijn dat na de crisis een terugkeer naar de ongewijzigde ‘normaliteit’ van de nieuwe monetaire consensus meer dan ongewenst zou zijn.

Niet-conventionele maatregelen na de crisis: effecten en kritieken

Met het uitbreken van de crisis drong de realiteit de fictie binnen en werd de comfortabele illusie van de nieuwe monetaire consensus aan het wankelen gebracht. De crisis logenstrafte de ijdele hoop dat de normale conjunctuurgolven uitgebannen waren en bracht de ‘Grote Moderatie’ daarmee tot een abrupt einde. Het model waarbij centrale banken als het ware op autopiloot opereerden (rentes verhogen bij stijgende inflatie en rentes verlagen bij dalende inflatie) liep eveneens al snel op zijn limieten: de kortetermijninterestvoeten, het instrument bij uitstek waar centrale banken op terugvallen om een inflatiepeil van ongeveer twee procent te handhaven, stootte al snel op de nulgrens (de zogenaamde ‘*zero lower bound*’ of ZLB). Dit is het moment waarop interestvoetverlagingen hun stimulerend effect verliezen omdat verdere verlagingen onmogelijk worden omdat de kortetermijninterestvoeten in de buurt van het nulpunt belanden. Verdere verlagingen – en dus het hanteren van negatieve interestvoeten – zou dan immers betekenen dat mensen geld zouden moeten betalen voor het aanhouden van een depositorekening bij hun bank. Het logische gevolg daarvan zou uiteraard zijn dat mensen hun spaargelden zouden omruilen voor cash geld. Interestvoeten kunnen dus maar tot op zekere hoogte verlaagd worden zonder het bancaire systeem in gevaar te brengen. Het klassieke instrument van centrale banken was daarmee al snel uitgeput.

Vanaf dat moment waren centrale banken op experimenteren aangewezen en diende er nagedacht te worden over wat men ‘onconventionele maatregelen’ noemde. Ook het feit dat regeringen in 2010 overschakelden van een stimulerend budgettair beleid naar een bezuinigingsbeleid verhoogde de druk op de centrale banken en maakte dat zij plots de voornaamste actor in het herstelbeleid werden. Om de negatieve effecten van de crisis te bedwingen en de economische groei terug op de rails te zetten gingen ze daarom in toenemende mate hun balans inzetten. Een eerste vorm van onconventionele maatregelen die de ECB nam, was het uitbreiden van de standaard *Open Market Transactions* (OMT) (waarbij tegen een zekere rente liquiditeit verleend wordt aan commerciële banken) naar de zogenaamde *Long-Term Refinancing Operations* (LTRO). Daarbij werden de klassieke OMT’s uitgebreid naar onderpand, hoeveelheid en tijdsduur. Banken konden dus niet alleen méér maar ook een ruimer aanbod aan verschillende effecten of producten aanbieden aan de ECB in ruil voor extra liquiditeit. Bovendien kon het geld dat de commerciële bank bij de centrale bank leende ook langer aangehouden worden.²² Veruit de belangrijkste maatregel die de centrale bank ondernam was echter het rechtstreeks opkopen van schulden bij banken en bedrijven door het uitbreiden van de monetaire basis of het creëren van extra reservegeld, ook gekend als kwantitatieve verruiming of *Quantitative Easing* (QE). Beide maatregelen werden voorgesteld als tijdelijk antwoord op de financiële crisis en zouden dus aflopen of teruggedraaid worden eens de economische motor niet meer sputterde.

KADER: Wat is kwantitatieve verruiming of QE?

Men spreekt van kwantitatieve verruiming (QE) wanneer een centrale bank (digitaal) extra reservegeld creëert om grootschalige aankopen van economische activa op secundaire markten te organiseren. De centrale bank zal die activa vervolgens aankopen bij zowel de private sector (bij pensioenfondsen, niet-financiële-bedrijven en commerciële banken) als bij de publieke sector. Het grootste aandeel van de aangekochte activa zullen staatsobligaties zijn. Met de aankoop van de activa hoopt de centrale bank extra liquiditeit in het financiële en economische systeem te injecteren en de economische groei terug aan te zwengelen door de langetermijnrente te laten dalen en prijzen van financiële activa en huizen te verhogen. Daarbij rekent ze op het ‘portfolio rebalancing mechanism’: door op grote schaal staatsobligaties en andere financiële activa aan te kopen hoopt ze investeerders en banken (bij wie ze de activa opkocht) te bewegen naar andere, meer risicovolle beleggingen zoals aandelen en bedrijfsobligaties. Het is dus belangrijk om QE als een vorm van ruil te zien: investeerders verkopen bepaalde activa aan de centrale bank en verkrijgen in ruil daarvoor nieuw gecreëerd (digitaal) geld. Met dat nieuw gecreëerde geld worden zij verwacht nieuwe aankopen of beleggingen te doen en op die manier de economie een stimulans te geven. Er wordt soms ook van QE gesproken als ‘geld bijdrukken’, maar dat is

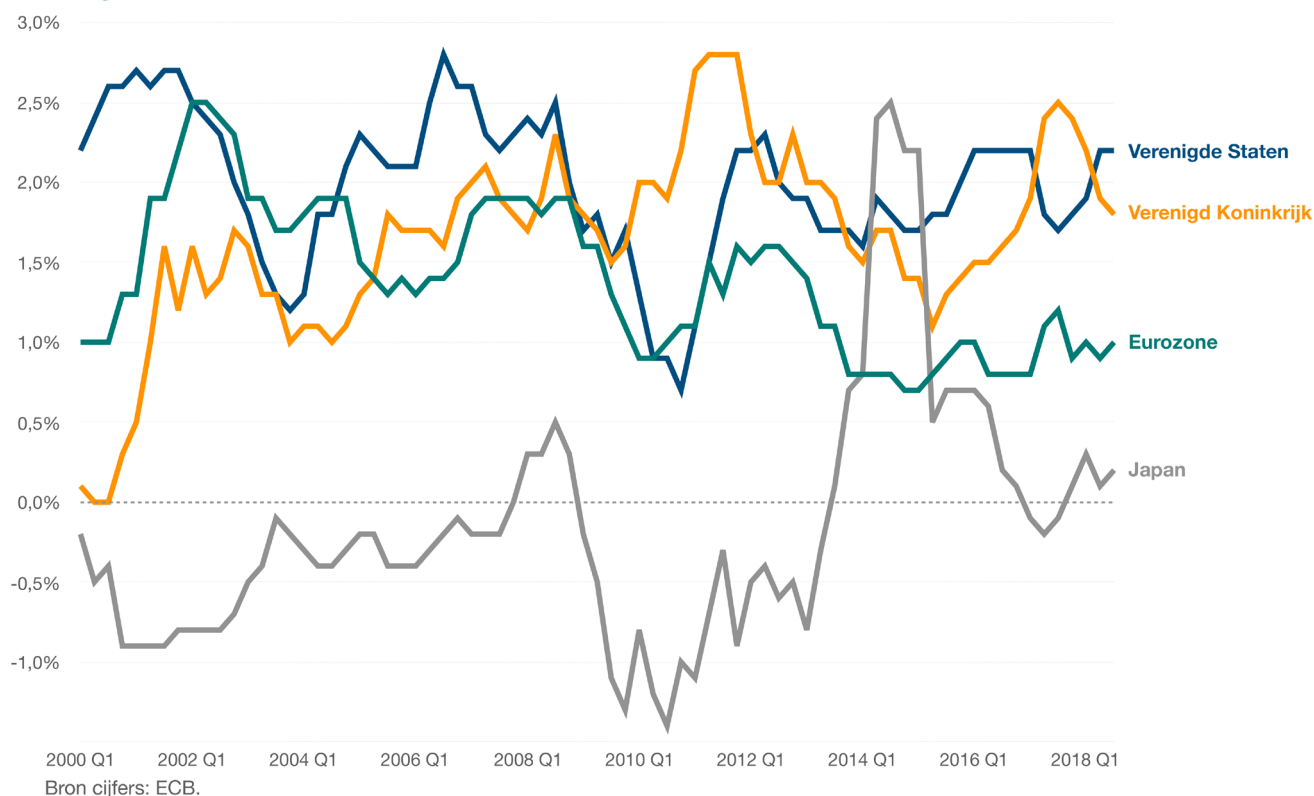
enigszins misleidend omdat het doet veronderstellen dat de creatie van extra reserves permanent zou zijn, terwijl het de bedoeling is om de extra reserves na verloop van tijd terug af te bouwen door de aangekochte activa terug te verkopen of te laten vervallen. QE is dus een tijdelijke verruiming van de balans van de centrale bank.

Met die ingrepen werden centrale bankiers terstond de “machtigste” economische beleidsmakers en raakte hun monetair beleid alsmaar meer gepolitiseerd. Zij maakten als het ware politieke keuzes zonder daarvoor de directe politieke verantwoordelijkheid te hoeven dragen. Omdat binnen de ‘onconventionele’ maatregelen de uitbreiding van de LTRO's eerder een kwantitatief dan een kwalitatief verschil uitmaakt, is het vooral het QE-beleid dat aan kritiek wordt onderworpen en dit vanuit verschillende hoeken en vanwege uiteenlopende redenen. In wat volgt zullen we verschillende van die kritieken aanhalen en ook evalueren. We zullen daarbij ook de (soms onderbelichte) effecten van het QE-beleid belichten.

Effecten van QE op inflatie

Eén van de meest klassieke kritieken is dat QE de inflatie zal aanwakkeren en op die manier kan uitmonden in een scenario van hyperinflatie. Deze klassiek-orthodoxe kritiek lijkt enigszins voorbarig aangezien het merendeel van de centrale banken die QE hebben ondernomen er zelfs met het gebruik van deze ‘monetaire bazooka’ tijdens en na de crisisperiode zelden of nooit in geslaagd zijn om hun target van 2% prijsstijgingen te bewerkstelligen. Als we kijken naar de situatie in de eurozone, waar de ECB slechts in maart 2015 als laatste grote centrale bank begon met het grootschalige opkopen van staatsschulden en commerciële kredieten, stellen we vast dat er, gemeten via de *Harmonized Index of Consumer Inflation* (HICP), over de hele QE-periode nooit een inflatiepiek boven de twee procent heeft plaatsgevonden. Dit is al zeker niet het geval indien we kijken naar de zogenaamde ‘kerninflatie’-index (HICPX), die geen rekening houdt met wijzingen in de prijzen van energie en onverwerkt voedsel, prijzen waarop het monetair beleid van de ECB weinig of geen invloed kan uitoefenen. Deze kerninflatie is sinds de start van de ECB's QE-programma in maart 2015 zelfs ternauwernood boven de 1% gekropen. Ook in de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk, en Japan heeft het QE-beleid van hun centrale banken niet tot oplopende kerninflatie geleid (FIGUUR 2).

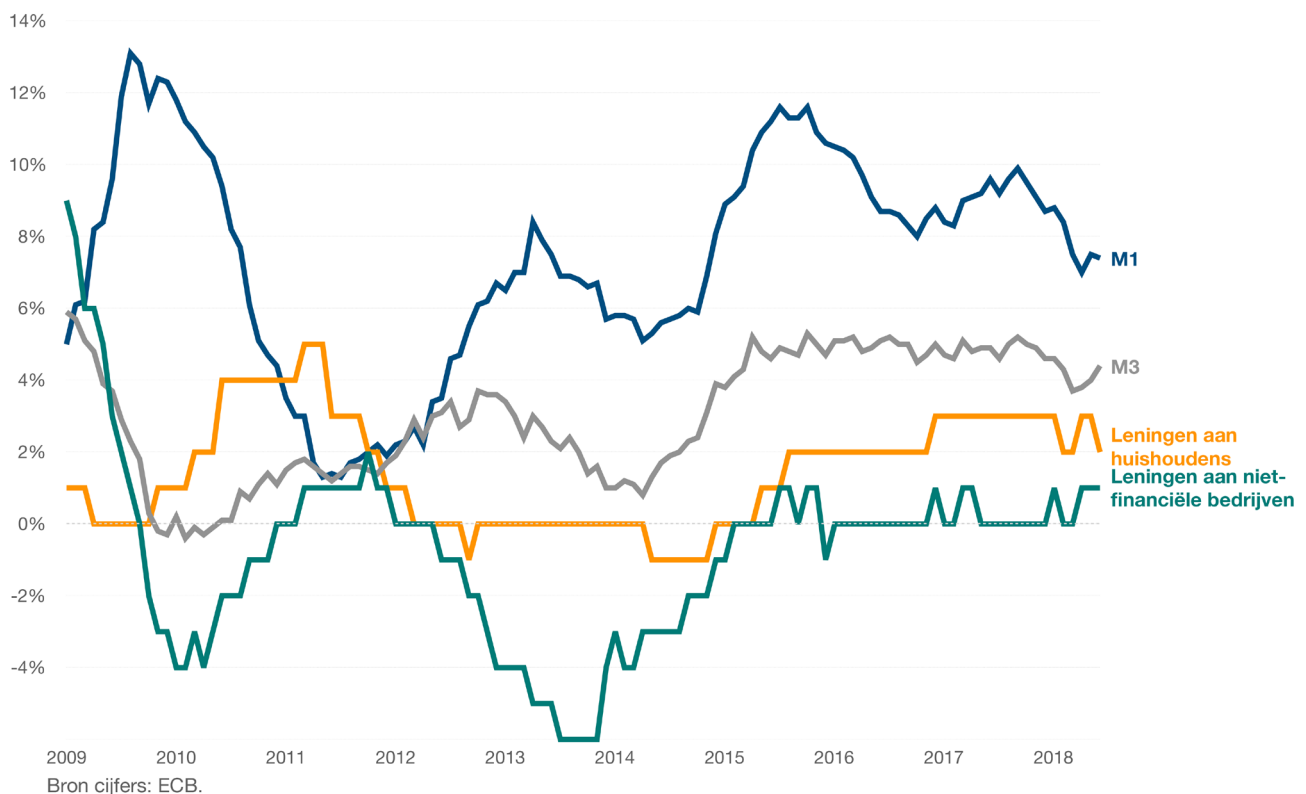
Figuur 2: Kerninflatie in de G4



Als we vaststellen dat de uiterst expansieve monetaire maatregelen niet volstonden om de kerninflatie opnieuw tot de 2%-norm te duwen, waar komt deze kritiek dat QE onherroepelijk tot een forse opstoot in de inflatiecijfers zal leiden dan vandaan?

Deze kritiek is gebaseerd op de volgende drie pijlers. Ten eerste volgt ze uit de visie dat er een direct verband bestaat dus de hoeveelheid geld in omloop en de prijs van goederen en diensten in de economie – een visie die bekendstaat als de ‘monetaire kwantiteitstheorie’. Volgens deze theorie zou een verdubbeling van de geldhoeveelheid bijvoorbeeld rechtstreeks moeten leiden tot een verdubbeling van het algemene prijspeil, zonder dat dit noodzakelijk gepaard gaat met meer reële productie en jobs. Het uitblijven van hogere inflatie tijdens de QE-periodes in Europa en elders maken echter duidelijk dat de geldhoeveelheid geen duidelijke factor is in het bepalen van economische groei- en inflatiecijfers. Om dit te begrijpen moet men een onderscheid maken tussen (1) de geldhoeveelheid in ‘enge’ zin, *i.e.* de geldbasis (de totale hoeveelheid chartaal geld en reserves die banken bij de centrale bank aanhouden), (2) de ‘brede’ geldhoeveelheid (die niet enkel de geldbasis, maar ook deposito’s en kortlopende interbancaire kredieten omvat), en (3) de totale kredietverlening in de reële economie. Er bestaat wel degelijk een positieve correlatie tussen QE en de geldbasis: bij QE verkopen private banken financiële activa aan de centrale bank, wat resulteert in een toename van hun reserves bij de centrale bank. Maar deze groei in de geldbasis vertaalt zich niet automatisch in een toename van de brede geldhoeveelheid en zeker niet in een toename van de kredietverlening aan de gezinnen en bedrijven. FIGUUR 3 laat zien dat de kredietverlening aan de niet-financiële bedrijven in de Eurozone nauwelijks is gegroeid sinds de start van QE, ondanks de sterke groei in de brede (M3) en vooral enge geldhoeveelheid (M1). Enkel de kredietverlening aan de gezinnen zit in een stijgende trend, hoewel ook hier de jaarlijkse groei ver beneden de groeicijfers van voor de crisis blijft.

Figuur 3: Jaarlijkse groei in de geldhoeveelheid en kredietverlening in de Eurozone



Conservatieve critici van QE werpen hier doorgaans tegenop dat private banken bij een terugkeer naar ‘normale’ macro-economische condities hun overschot aan reserves bij de centrale banken zullen aanwenden om meer kredieten te verlenen, wat een plotse en oncontroleerbare opstoot in inflatie met zich zal meebrengen. Deze vrees is echter gebaseerd op de misvatting dat private banken deposito’s en/of reserves bij de centrale bank nodig hebben om kredieten te verlenen. Banken *creëren* nieuwe deposito’s bij het toekennen van een nieuwe lening en moeten hiervoor dus geen eigen deposito’s ‘aanwenden’ (die

immers op de passivazijde van hun balans staan). In dezelfde zin kunnen banken hun reserves bij de centrale bank niet ‘uitlenen’ aan gezinnen en bedrijven; ze kunnen hoogstens onderling deze reserves uitlenen op de interbancaire geldmarkt. Het aanbod van bancaire leningen in het financieel systeem is in technische termen *endogeen*: kredietcreatie hangt voornamelijk af van de *winstgevendheid* van deze kredieten voor private banken en de *vraag* naar deze kredieten bij gezinnen en bedrijven. Hoewel deze endogene visie op geld- en kredietcreatie normaal vooral wordt geassocieerd met heterodoxe (post-Keynesiaanse) economische scholen, onderschrijft ook de Bank of England sinds 2014 officieel deze interpretatie: “*Money creation in practice differs from some popular misconceptions — banks do not act simply as intermediaries, lending out deposits that savers place with them, and nor do they ‘multiply up’ central bank money to create new loans and deposits.*”²³ Monetair beleid kan binnen deze visie wel degelijk invloed uitoefenen op kredietcreatie via de manipulatie van rentevoeten in het financieel systeem, die bepalen hoe winstgevend het is voor banken om leningen toe te kennen en hoe aantrekkelijk het is voor gezinnen en bedrijven om deze leningen aan te gaan. Bijgevolg beschikken centrale banken over voldoende instrumenten om excessieve kredietverlening bij buitensporige inflatie opnieuw in te dijken (bijvoorbeeld via een normale renteverhoging en/of verkoop van financiële activa).

Er zijn wel nog twee andere mogelijke redenen waarom QE de inflatie kan opdrijven. Zo bestaat ook de vrees dat vakbonden en loononderhandelaars hun inflatieverwachtingen bijstellen als gevolg van deze monetaire expansiemaatregelen, wat een vicieuze loon-prijsspiraal kan opwekken. Krapte op de arbeidsmarkt kan deze looninflatie verder aanwakkeren. We moeten echter vaststellen dat de loonstijgingen zeer matig zijn gebleven en vaak achterblijven op de groei van de productiviteit. Een belangrijke indicator van looninflatie is de arbeidskost per eenheidproduct, die bepaalt hoe de loonkost evolueert ten aanzien van de gemiddelde arbeidsproductiviteit in de economie.

Figuur 4: Jaarlijkse groei in nominale arbeidskost per eenheid product in de Eurozone

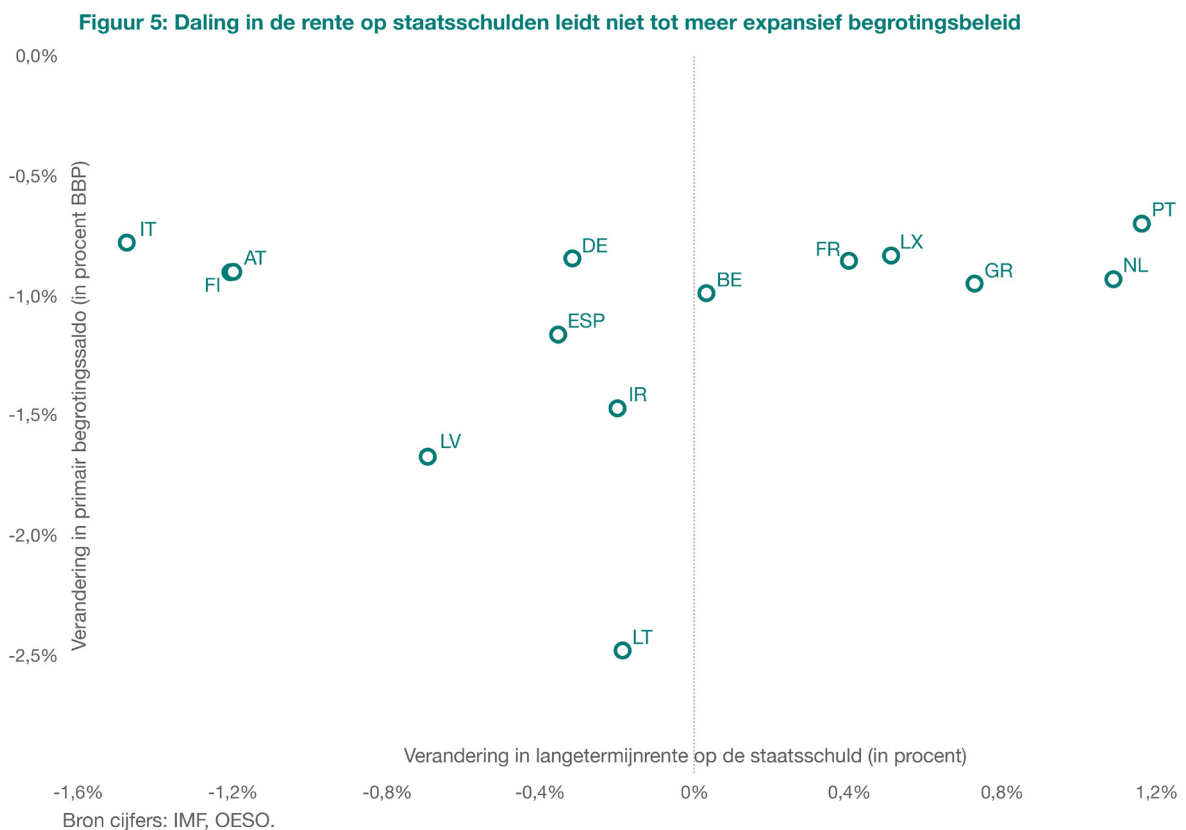


FIGUUR 4 laat zien dat de jaarlijkse groei in de arbeidskost per eenheidproduct in de Eurozone tussen 0,3 en 0,9% is blijven schommelen sinds de ECB haar QE-programma heeft aangekondigd en in de praktijk brengt. Het lijkt dus dat de evolutie van de loonkost weinig opwaartse druk op de kerninflatie heeft gelegd, ondanks de daling van de werkloosheidsgraad van 11,5% (juni 2014) tot 8,3% (juni 2018) in deze periode. Dit wijst mogelijk op een structurele verzwakking van de onderhandelingsmacht van werknemers

en vakbonden, o.a. door de jarenlange nadruk op lage inflatie, loonrepressie en de recentere tendens naar arbeidsflexibilisering. Het uitblijven van inflatoire druk door loonstijgingen wijst daarmee mogelijk op het bestaan vandaag van een *horizontale* Philipscurve, waarbij zelfs bij dalende werkloosheid er weinig of geen druk van onderuit op de lonen komt en prijsstijgingen daarmee ook uitblijven. Het is opmerkelijk dat Laszlo Andor, voormalig Europees Commissaris voor Economische en Sociale Zaken, deze visie reeds in oktober 2014 onderschreef:²⁴

We nowadays observe relatively major differences in unemployment rates, while inflation remains rather low and stable ... The Phillips curve has not become vertical as the monetarists had predicted; it is much closer to being horizontal in recent years ... Wage-inflationary pressures are much less likely nowadays than in the 1970s or 1980s because labour-union density has decreased considerably and collective bargaining has become more decentralised and easy to opt out from.

Tot slot bestaat volgens conservatieve critici van QE het gevaar dat de daling in de rentevoeten de inflatie de hoogte kan indrijven door regeringen minder aan te zetten tot besparingen en hen toe te laten extra publieke uitgaven en begrotingstekorten op een gemakkelijker manier te financieren. In het begin van de mondiale financiële crisis verwoordde de bekende Republikeinse econoom Martin Feldstein deze kritiek als volgt: “*The link between fiscal deficits and money growth is about to be exacerbated by QE, in which the Fed will buy long-dated government bonds. While this may look like just a modified form of the Fed’s traditional open market operations, it cannot be distinguished from a policy of directly monetising some of the government’s newly created debt.*”²⁵ Ook de ECB wordt ervan beschuldigd dat haar QE-beleid een verdoken monetair financieringsprogramma is die nationale regeringen in tijden van broodnodige besparingen zou verleiden tot een veel te soepel budgettair beleid. Deze vrees is een van de redenen waarom Jens Weidmann (de voorzitter van de Bundesbank en Duits vertegenwoordiger in de Raad van Bestuur van de ECB) tegen deze maatregelen heeft gestemd.



Een snelle blik op de meest gebruikte indicator voor begrotingsbeleid, de evolutie in de primaire begrotingsbalans aangepast voor de economische cyclus en zonder rentebetalingen, laat echter zien dat de daling in de langetermijnrente op de staatsschuld (onder meer als gevolg van QE) zeker niet gepaard ging met een budgettaire expansie bij de lidstaten van de eurozone: de primaire begrotingsbalans is tussen 2015 en 2018 redelijk stabiel gebleven; zelfs in de lidstaten met een lichte verslechtering van de primaire begrotingsbalans (in de linkerhelft van FIGUUR 5), bleef deze balans over de gehele periode doorgaans positief.²⁶ Dit wijst erop dat het begrotingsbeleid in de gehele regio restrictief is gebleven, ondanks het QE-beleid van de ECB.

Effecten van QE op centralebankonafhankelijkheid

Critici van QE – meestal in conservatieve kringen – maken zich eveneens zorgen om de gevolgen van deze maatregelen voor de politieke onafhankelijkheid van centrale banken. QE heeft de grens tussen monetair en budgettair beleid in toenemende mate doen vervagen, met als gevolg dat een nieuw tijdperk van budgettaire dominantie zou zijn aangebroken. Deze vrees is gebaseerd op de volgende twee argumenten.²⁷ Ten eerste hebben centrale banken via hun QE-maatregelen de rente op de staatsschuld doen dalen, waardoor overheden hun schulden gemakkelijker kunnen financieren en regeringen de begrotingsteugels zouden loslaten. We hebben in de voorgaande sectie reeds getoond dat QE niet gepaard ging met een expansief begrotingsbeleid. Desalniettemin brengen volgens critici de massale aankopen van staatsobligaties op langere termijn de onafhankelijkheid van centrale banken in gevaar. Centrale banken hebben een groot deel van de staatsschuld verworven, waardoor hun acties grote implicaties hebben voor de financieringskost van de overheid; regeringen zouden centrale banken wel eens onder druk kunnen zetten om de rente op de staatsobligaties in de toekomst voldoende laag te houden en zeker niet te sterk te laten stijgen. Sinds de start van haar QE-programma heeft het eurosysteem – de ECB en de nationale centrale banken – meer dan 2.000 miljard euro aan staatsobligaties opgekocht, wat neerkomt op ongeveer 20% van de uitstaande publieke schuld in de regio. Critici vrezen dat regeringen uit de zuidelijke lidstaten opnieuw in de problemen zullen komen bij stijgende rentevoeten, wat de ECB's 'exit-strategie' – *i.e.* het opnieuw verkopen van de staatsobligaties bij normalisering van monetaire en macro-economische omstandigheden – zal bemoeilijken. Hierdoor zou het monetair beleid opnieuw in functie staan van het begrotingsbeleid en zal het beginsel van monetaire dominantie, een van de pijlers van centralebankonafhankelijkheid, worden ondergraven.

Ten tweede zouden centrale banken zichzelf bijzonder kwetsbaar hebben gemaakt ten aanzien van financiële verliezen op hun grootschalige aankopen van financiële activa. Zulke verliezen kunnen opduiken bij wanbetaling door een van de uitgevers van deze activa. QE-programma's blijken tot hiertoe echter winstgevend te zijn geweest voor centrale banken die zich aan deze maatregelen hebben gewaagd; de ECB maakte in 2016 en 2017 een winst van respectievelijk 1,2 miljard € en 1,3 miljard €. ²⁸ Toch kunnen centrale banken in financiële problemen komen wanneer ze bij hun exit-strategie effecten terug verkopen aan een prijs die lager ligt dan de aankoopprijs tijdens hun QE-programma. Een gangbare interpretatie is dat centrale banken in dat geval hun balans zullen moeten versterken door hun eigen vermogen (ten aanzien van uitstaande vorderingen) te verhogen. Dit kan enkel gebeuren via een injectie van belastingsgeld door de regering, die hierdoor in ruil voorwaarden aan het monetair beleid zou kunnen stellen. ²⁹ Op die manier zouden eventuele verliezen de financiële en operationele onafhankelijkheid van de centrale bank kunnen uithollen.

Deze budgettaire implicaties van QE kunnen vooral in de eurozone problematisch zijn. Het Verdrag van Maastricht bevat enkele regels die de ECB expliciet verbieden om begrotingstekorten monetair te financieren en via haar monetair beleid fiscale transfers tussen de lidstaten te bewerkstelligen. Een van de motivaties voor deze regels is het ontbreken van een budgettaire unie in de vorm van een eengemaakte markt voor Europese staatsobligaties. In de eurozone zijn de lidstaten zelf verantwoordelijk voor de financiering en terugbetaling van hun publieke schulden via de uitgifte van nationale staatsobligaties. Er moesten dan ook institutionele garanties komen dat lidstaten niet verantwoordelijk kunnen worden gesteld voor de terugbetaling van de publieke schulden van andere lidstaten; er mag in technische termen geen 'mutualise-

ring' van publieke schulden plaatsvinden. Deze fragmentatie van de Europese markten voor staatsobligaties hinderde weliswaar de capaciteit van de ECB om via een QE-programma op grote schaal staatsobligaties aan te kopen. Op die manier zou de ECB immers haar balans blootstellen aan verliezen en via haar monetair beleid op een indirecte manier publieke schulden mutualiseren.³⁰ Dit verklaart waarom conservatieve economen van mening zijn dat de ECB via een QE-programma haar mandaat heeft overschreden en niet trouw is gebleven aan het Verdrag van Maastricht.³¹ Het is ook een van de redenen waarom de ECB veel later is begonnen met zo een programma dan de Federal Reserve en de Bank of England, die beide wel hun aankopen konden doen in een eengemaakte markt voor staatsobligaties (respectievelijk de markten voor *US treasuries* en *UK gilds*).

In januari 2015 voelde de ECB zich vanwege deflationaire druk (zie FIGUUR 1) verplicht om toch van start te gaan met een QE-programma en zo de regionale inflatie opnieuw dichterbij haar 2%-doelstelling te brengen. Om beschuldigingen van monetaire financiering en mutualisering van publieke schulden te ontwijken, legde de Raad van Bestuur van de ECB enkele condities op aan het programma. De ECB besloot alle nationale staatsobligaties op te kopen (behalve de Griekse) en deze aankopen te structureren volgens de zogenaamde 'kapitaalsleutel' die (op basis van het bbp en de bevolking) bepaalt hoeveel de lidstaten in verhouding moeten bijdragen tot het eigen vermogen van de ECB. Aangezien Duitsland bijvoorbeeld een bijdrage levert van 18%, bestaat 18% van de aankopen uit Duitse staatsobligaties. Bovendien besliste de Raad van Bestuur dat maar liefst 80% van de aankopen gebeurt via de nationale centrale banken, die daardoor zelf het grootste risico dragen op een eventuele wanbetaling door 'hun' regering. Tot slot besliste men dat het eurosysteem niet over meer dan 30% van de uitgegeven publieke schuld van een nationale lidstaat mag beschikken. Via deze condities tracht de ECB het gevaar op budgettaire dominantie in te dijken. Het lijkt er dan ook op dat zorgen omtrent de vermeende aantasting van de onafhankelijkheid van de ECB voorbarig zijn: de ECB heeft het QE-programma zoveel mogelijk aangepast aan het beginsel van monetaire dominantie.

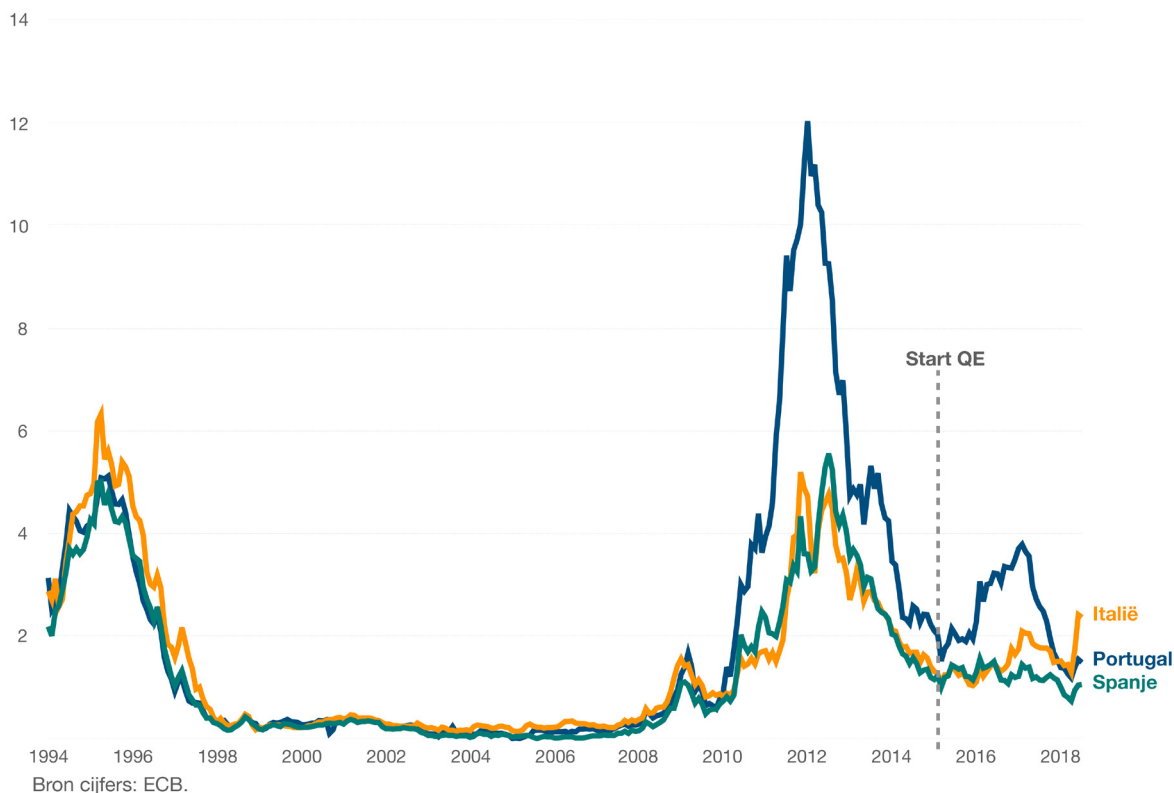
We kunnen ons bij dit alles evenwel de meer fundamentele vraag stellen of de crisis de leer van centrale-bankonafhankelijkheid niet heeft weerlegd. Eerst en vooral berustte deze leer op de veronderstelling dat verkozen politici geen toegang tot de 'geldmachine' mogen krijgen vanwege hun onweerstaanbare neiging om extra geld uit te geven in de hoop herkozen te worden. Democratisch verkozen politici zouden met andere woorden gekenmerkt worden door een '*deficit bias*' – de neiging om tekorten op de begroting te hoog te laten oplopen (zie boven). Het verloop van de crisis toonde echter aan dat (zeker vanaf 2010) de houding van verkozen politici ook kan overhellen naar wat men eerder een '*surplus bias*' zou kunnen noemen – de neiging om, zelfs in tijden van diepe recessie, de nadruk te leggen op een begroting in evenwicht door fors te knippen in de publieke uitgaven – ondanks het feit dat een dergelijk procyclisch begrotingsbeleid de neerwaartse spiraal verder uitdiept en een deflationaire druk met zich meebrengt (zie ook FIGUUR 5).³² De effecten van excessieve besparingen kunnen daarmee minstens even schadelijk zijn als de gevolgen van overdreven publieke uitgaven. Daarmee ondergroef de crisis tevens een van de belangrijkste argumenten pro onafhankelijkheid van centrale banken, met name de veronderstelling dat politici geconfronteerd met de keuze tussen uitgaven en besparingen steeds zullen opteren voor de eerste optie.

Bovendien zorgde de sterke institutionele scheiding die werd aangebracht tussen de regering (bestaande uit verkozen beleidsmakers) en de centrale bank ervoor dat er van coördinatie tussen de verschillende macro-economische beleidsinstrumenten (budgettair en monetair beleid) geen sprake meer kon zijn. Daar waar in de voorgaande Keynesiaanse periode de centrale bank eerder een ondergeschikte en ondersteunende rol opnam door de regering bij te staan in het voeren van een anticyclisch budgettair beleid, kunnen centraal bankiers voortaan vrij en autonoom beslissen over de gepaste beleidskeuzes. Maar omgekeerd kunnen de expansieve maatregelen van de centrale bank om inflatie opnieuw op peil te brengen worden geneutraliseerd door een te restrictief budgettair beleid. Een gevolg van de aangebrachte scheiding is dat de verschillende instrumenten elkaar voortaan ook actief kunnen tegenwerken, alsof beide instrumenten in een partijtje armworstelen verwickeld zijn waarbij ze elk de tegenovergestelde richting uitduwen. Dit is exact wat we zagen gebeuren na de financiële crisis: het budgettaire beleid focuste op besparingen en tastte op die manier de koopkracht van mensen aan terwijl monetaire versoepeling op indirecte manier diezelfde

koopkracht net trachtte te stabiliseren. Reeds in 2014 wees Mario Draghi (voorzitter van de ECB) op de noodzaak aan een minder restrictief budgettair beleid: “*Stronger coordination among the different national fiscal stances should in principle allow us to achieve a more growth-friendly overall fiscal stance for the euro area.*” Het gebrek aan coördinatie tussen monetair en budgettair beleid is een van de verklaringen voor het trage en onzekere economische herstel – een kritiek waar we later op terugkomen.³³

We mogen hieruit echter niet afleiden dat centrale bankiers geen boter op het hoofd hebben: ze hebben op cruciale momenten hun steun betuigd aan de gemaakte bezuinigingen en deze maatregelen actief aangemoedigd. Vooral de ECB heeft zich tot 2014 dogmatisch opgesteld en zich dikwijls met de begrotingen van eurolanden gemoeid. Tijdens een aantal kritieke momenten in de crisis nam de ECB een erg expliciete politieke rol op die niet verantwoord kan worden met het huidige mandaat van de ECB. In 2010-2011 zette de ECB meerdere malen Europese lidstaten onder druk om bezuinigingen of hervormingen te implementeren in ruil voor verdere financiële steun van de ECB via het opkopen van staatsobligaties binnen het *Securities Market Program* en de *Emergency Liquidity Assistance* (ELA) aan binnenlandse banken. Zo ontvingen de toenmalige eerste ministers en ministers van financiën van zowel Spanje als Ierland in 2010 en 2011 een geheime brief die verdere financiële ondersteuning aan de bankensector koppelde aan de voorwaarde van strikte hervormingen in het geval van Spanje en aan het aangaan van een officieel hulpprogramma onder toezicht van de ‘troika’ (IMF, ECB en Europese Commissie) voor Ierland.³⁴ In 2011 ontving ook Silvio Berlusconi, de toenmalige eerste minister van Italië, een geheime brief van de ECB waarin een aantal verregaande voorwaarden werden opgelegd aan het verder opkopen van Italiaanse staatsobligaties door de ECB (o.a. het sterker reduceren van het begrotingsdeficit, de volledige liberalisering en privatisering van lokale dienstverlening, hervorming van het collectieve loononderhandelingsstelsel en een versoepeling van het aanwervings- en ontslagbeleid), vergezeld van een erg krappe tijdslijn voor het uitvoeren van die hervormingen.³⁵

Figuur 6: Renteverval ("spread") tussen Duitse en zuidelijke staatsobligaties op 10 jaar



Meer toegespitst op de ECB kunnen we ook enkele kritische bedenkingen maken bij de structuur van haar aankoopprogramma. Zo lijkt het weinig doeltreffend dat Duitse staatsobligaties het grootste aandeel hebben gekregen in dit programma: bij de aankondiging van het QE-programma in januari 2015 stond de rente op de 10-jarige *Bund* al lager dan 0,4%. De conservatieve kritiek dat QE vooral een manier is “om de rentes op (overheids)schulden in het Zuiden van Europa laag genoeg te houden” houdt dan ook om diverse redenen weinig steek.³⁶ De scherpste daling in deze rentes deed zich voor tijdens de jaren vóór de aankondiging en uitvoering van het QE-programma (FIGUUR 6). De maatregel die deze daling deed inzetten was de aankondiging van het OMT-programma in de zomer van 2012: de ECB verklaarde hierbij dat het voortaan lidstaten in budgettaire crisis zou bijstaan via ongelimiteerde aankopen van kortlopende staatsobligaties (*outright monetary transactions*), op voorwaarde dat deze lidstaten een hulplening aanvragen bij het Europees Stabiliteitsmechanisme (het officieel steunfonds) en in ruil een saneringsprogramma uitvoeren. Deze beslissing was cruciaal voor de stabilisering van de staatsobligatiemarkten van de perifere lidstaten zoals Spanje en Italië, wat erop wijst dat het ontbreken van een monetair vangnet (*monetary backstop*) een belangrijke oorzaak was van de escalatie van de eurocrisis: deze terughoudendheid van de ECB om op te treden als *lender of last resort* voor de nationale regeringen van de lidstaten heeft het wantrouwen bij investeerders om hun geld te beleggen in perifere staatsobligaties enkel aangewakkerd. De ECB heeft tot haar OMT-beslissing beleggen in de veiligere staatsobligaties van de noordelijke lidstaten zo indirect aangemoedigd, wat deze landen een rentevoordeel heeft opgeleverd. Het is opvallend dat het rentever-schil tussen de Duitse staatsobligaties en die van de zuidelijke lidstaten sinds de start van het QE-beleid opnieuw is gestegen. Zoals de voormalige gouverneur van de Cypriotische centrale bank argumenteert, volgt dit uit de structuur van het programma:

With its QE decision, the ECB signaled that it wished to account for the possibility of states leaving the euro area and protect its balance sheet against such eventualities. With the procedure adopted, when a member state leaves the euro area, the ECB would be fully protected from the possible loss on its balance sheet in case the exchange rate of the exiting country weakens. With its decision the ECB opted to reinforce spreads among government debt of different member states. Effectively the ECB used its discretionary power to introduce an implicit tax on member states perceived as weak and a subsidy on member states perceived as strong.

Deze visie werpt een ander licht op de zaak: de discretionaire macht van de ECB om te beslissen welke staatsobligaties in aanmerking komen voor een aankoopprogramma, en in welke hoeveelheid, heeft herverdelende gevolgen voor de staatsfinanciën in de eurozone. De beslissing van de ECB om haar QE-programma grotendeels door nationale centrale banken te laten uitvoeren heeft financieel sterkere lidstaten budgettair bevoordeeld ten aanzien van financieel zwakkere lidstaten.

Het is belangrijk om erop te wijzen dat deze beslissing niet volgt uit de regels van het Verdrag van Maastricht, dat enkel een verbod inhoudt op monetaire financiering en mutualisering van publieke schulden. De ECB legitimeert de structuur van haar QE-programma door de wens om haar balans te vrijwaren van financiële verliezen: door het eigen vermogen van de ECB uit te hollen en een kapitaalinjectie met Europees belastinggeld te vereisen, kunnen buitensporige verliezen in strijd zijn met deze regels. De veronderstelling hierbij is dat de ECB een ‘negatief’ eigen vermogen moet afwenden via een tijdige kapitaalinjectie. De officiële visie van de ECB is dat “any situation should be avoided whereby for a prolonged period of time an NCB’s net equity is below the level of its statutory capital or is even negative.” Indien zo een situatie zich toch voordoet, “the respective Member State provides the NCB with an appropriate amount of capital at least up to the level of the statutory capital within a reasonable period of time so as to comply with the principle of financial independence.”³⁷ Er bestaat evenwel geen consensus tussen economen omtrent de risico’s van negatief kapitaal voor het monetair beleid van centrale banken. Aangezien ze de macht hebben nieuw geld te creëren, kunnen centrale banken niet failliet gaan zoals private banken. Zoals Paul De Grauwe terecht stelt, “[I]t is quite ludicrous to believe that governments that can and sometimes do default are needed to provide the capital of an institution that cannot default.”³⁸ In een volgend hoofdstuk over alternatieven voor het huidige monetair beleid bespreken we een alternatief op het huidige QE-beleid – ‘QE for the people’ – dat gebaseerd is op de vaststelling dat centrale banken perfect kunnen functioneren met negatief vermogen.

Effecten van QE op financiële stabiliteit

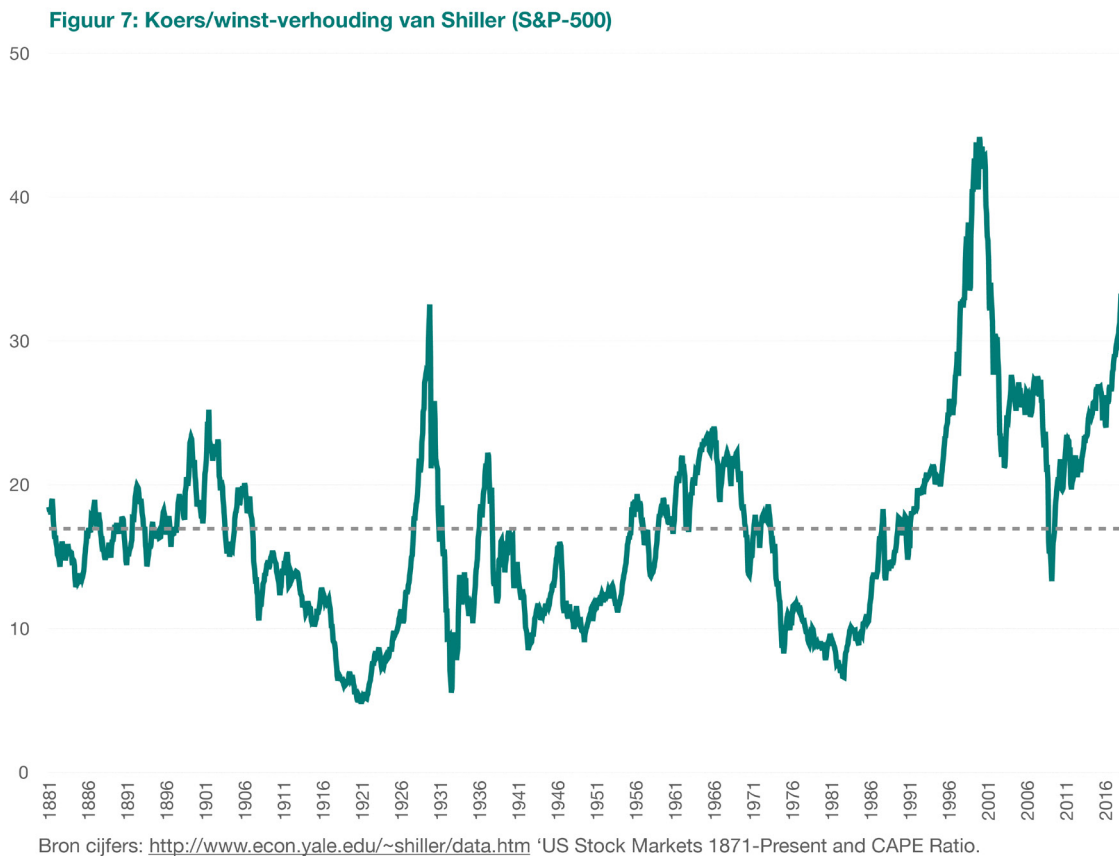
De effecten van het QE-beleid op financiële stabiliteit zijn in zekere zin ambigu: het conventionele argument hier is dat QE rust heeft gebracht en het vertrouwen van en in de financiële markten heeft weten te herstellen. In dit opzicht heeft QE door noodlijdende banken met extra liquiditeit bij te staan in een tijd waar de interbancaire markten leken te bevriezen, opgetreden als een *stabiliserende* factor voor de globale economie. Anderzijds gaat QE ook gepaard met nieuwe risico's die op lange termijn kunnen bijdragen aan nieuwe vormen van financiële *instabiliteit*.

Het is daarom belangrijk een onderscheid te maken tussen de acute korte termijn en de (middel)lange termijn. Op korte termijn heeft een centrale bank immers de rol te spelen van '*lender of last resort*' om het uiteenvallen van het economische en financiële systeem te voorkomen. Wanneer banken elkaar niet meer vertrouwen en weigeren onderling nog geld aan elkaar of aan derden uit te lenen dient de centrale bank tussen te komen om de werking van het monetaire systeem weer te vlot te trekken. Extra liquiditeit in het systeem injecteren via een expansie van de balans wordt dan noodzakelijk om de functies van het normale bancaire systeem te vervangen. Dit staat bekend als de klassieke Bagehot-regel. Het aanwenden van de centralebankbalans tijdens de huidige crisis was daarbij tweeledig: ze kende zowel een 'passieve/defensieve' dimensie, als een 'actieve/offensieve' dimensie. De defensieve dimensie richtte zich op het breken van de neerwaartse spiraal door de bevriezing van de kredietverlening te stoppen, terwijl de offensieve dimensie erop gericht was om actief het economische herstel te stimuleren.⁴⁰ Ook in de eurozone bleek het ingrijpen van de ECB essentieel om opnieuw rust te brengen in de markten voor Europese staatsobligaties en de kiemen te leggen voor een (weliswaar fragiele en matige) economische groei. De cruciale vraag is of de gekozen interventiemaatregelen op lange termijn geen nieuwe bronnen van instabiliteit genereerden.

De kritiek daarbij luidt dat QE wel degelijk de voedingsbodem creëert voor nieuwe financiële instabiliteit. In essentie komt het doel van QE erop neer om positieve welvaartseffecten te generen middels een proces van activa-inflatie. Daarbij tracht men economische activaprijzen artificieel aan te blazen zodat de ervaren en reële rijkdom van de bezitters van die activa toeneemt. Het mechanisme dat centrale banken daarbij inzetten staat gekend als '*portfolio rebalancing*'. Daarmee verwijst men naar het theoretisch transitiemechanisme dat ervan uitgaat dat lage opbrengsten in veilige beleggingen zoals overheidsobligaties investeerders zal aanzetten tot een aanpassing/verschuiving in hun portfolio, waarbij ze meer risicovolle beleggingen zoals aandelen en andere activa zullen gaan aanhouden. Die verschuiving zou dan zorgen voor hogere aandelen- en activaprijzen, wat in combinatie met lage rentevoeten (en dus goedkope leningen) private investeringen en economische groei terug op gang zou brengen.

Het grootschalig opkopen van economische activa in de vorm van overheids- en bedrijfsobligaties (QE) en het bijhorende *portfolio rebalancing* effect gaat echter gepaard met nieuwe risico's voor de langetermijn financiële stabiliteit. Op de eerste plaats voedt het namelijk de risicohonger in de markt en kan het leiden tot nieuwe zeepbellen in effecten- en huizenmarkten. Door het verlagen van de opbrengsten op overheidsobligaties drijft het private investeerders op zoek naar meer opbrengst weg van weinig risicovolle beleggingen naar meer risicovolle beleggingen. QE zwengelt zo de vraag aan naar aandelen, risicovollere obligaties en aan de huizenmarkt gerelateerde derivaten, die nochtans een belangrijke rol speelden in het tot stand komen van de crisis.⁴¹ Op die manier lijken centrale banken QE te gebruiken om vuur met vuur te bestrijden: de negatieve gevolgen van het spatten van de kredietbubbel worden bevochten met de creatie van potentiële nieuwe zeepbellen. In die zin kan QE dan ook worden beschouwd als een poging om het financieelgeleide groeiemodel van voor de crisis te herstellen, waarbij consumptie en het aangaan van leningen door gezinnen en bedrijven wordt gestimuleerd op basis van de inflatie van activaprijzen en de bijhorende welvaartseffecten. Wat aan de basis ligt van het herstel zijn dan niet fundamenteel betere economische prestaties, maar de creatie van 'virtuele' waarde die de opbouw van private schulden faciliteert.⁴²

Het probleem bij deze interpretatie is dat er weinig academische consensus bestaat over hoe deze negatieve effecten sluitend geregistreerd kunnen worden. Hoe meet je of de waardering en dus prijs van een goed significant afwijkt van de ‘ware’, onderliggende waarde? Of: hoe onderscheid je ‘normale’ prijsfluctuaties van de aangroefase van een zeepbel? Een belangrijke maatstaf van de onder- of overwaardering van de aandelenmarkt is bijvoorbeeld de conjunctuur-gezuiverde koers-winstverhouding (K/W) ontwikkeld door de Amerikaanse econoom en Nobelprijswinnaar Robert J. Shiller. Volgens deze maatstaf, die de verhouding weergeeft van de totale kapitalisatiewaarde van de beursgenoteerde ondernemingen en hun winsten van de laatste 10 jaar, worden Amerikaanse aandelen duurder verhandeld dan aan de vooravond van de krach van Wall Street in 1929 – dubbel zo hoog als de historische norm van 17%. Enkel tijdens de internetzeepbel op het einde van de jaren 90 leek de S&P 500 meer overgewaardeerd dan nu (FIGUUR 7).

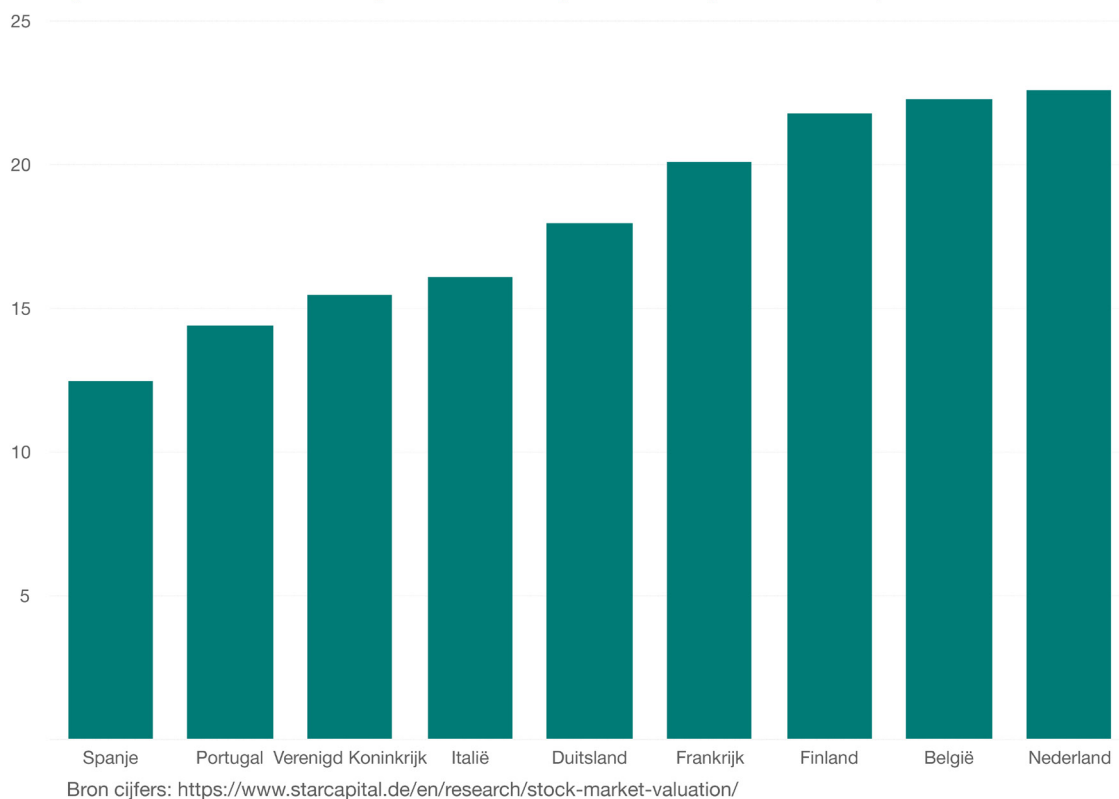


Hoewel de Shiller-ratio voor de Europese beurzen dicht bij dezelfde historische norm aanleunt, zien we sterke verschillen tussen de noordelijke en zuidelijke lidstaten van de eurozone: volgens de maatstaf zijn vooral de Franse, Finse, Belgische en Nederlandse beurzen overgewaardeerd (FIGUUR 8). Critici van deze maatstaf wijzen er daarentegen op dat de beurswaarde van een bedrijf gelijk zou moeten zijn aan de verdisconteerde waarde van de verwachte opbrengsten van het bedrijf; het lijkt vanuit dit opzicht logischer om de huidige beurswaarde te vergelijken met de *verwachte* winsten in plaats van met de *gerealiseerde* winsten van de laatste 10 jaar. Volgens deze ‘forward K/W’-ratio is het minder duidelijk dat de S&P 500 momenteel overgewaardeerd is. De vraag is natuurlijk of deze verwachte winsten ook effectief zullen worden gerealiseerd in de toekomst. Deze onzekerheid verklaart waarom economen het moeilijk eens geraken of er zich al dan niet een zeepbel ontwikkelt in de aandelenmarkten.

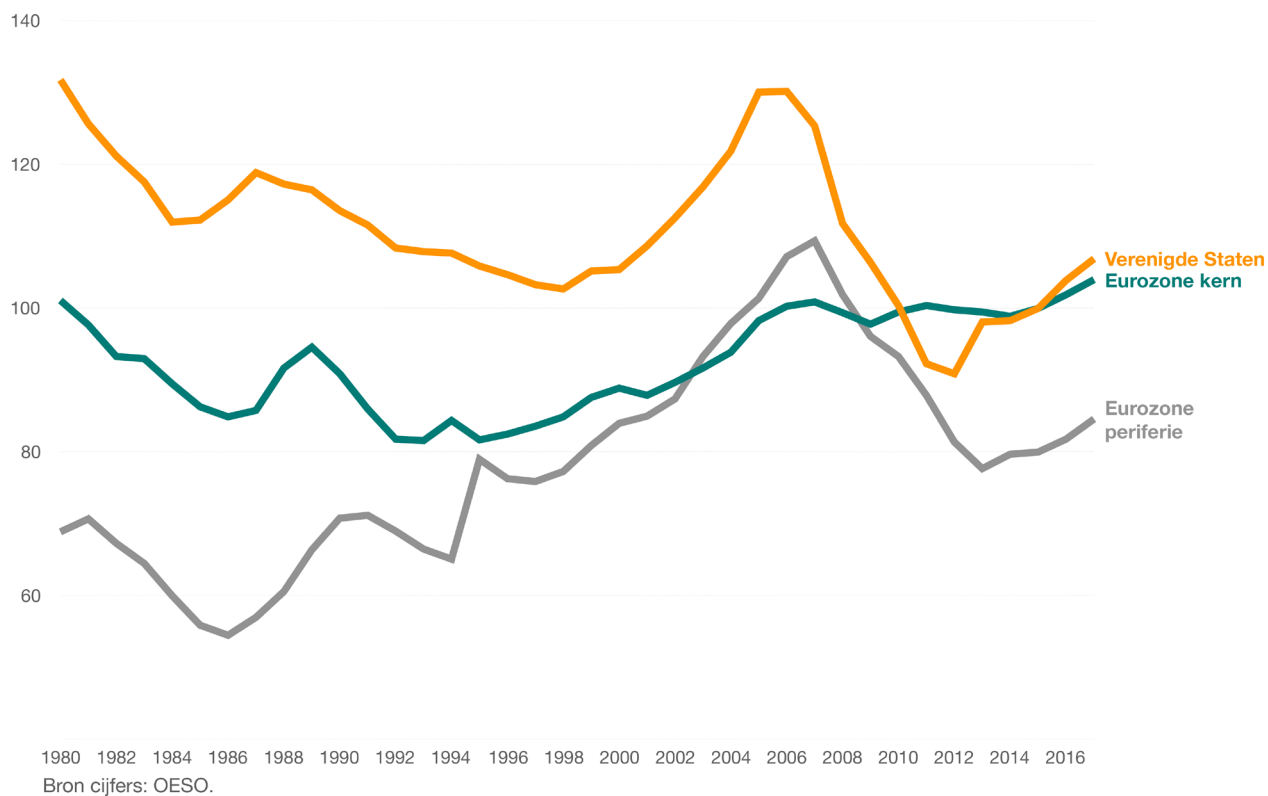
Ook wanneer we naar de evolutie van een veelgebruikte indicator voor overwaardering in de huizenmarkten kijken – de ratio tussen huizenprijzen en besteedbare inkomens – komen we tot eerder ambigue vaststellingen (FIGUUR 9). Volgens deze maatstaf verkeerde de periferie van de eurozone (vooral Spanje en Ierland) tot 2007 in een huizenbubbel. Niet-conventioneel monetair beleid heeft in de VS en de perifere lidstaten van de Eurozone bijgedragen aan het stabiliseren van de huizenprijzen, die sinds 2012 (in de VS)

en 2013 (in EZ-periferie) opnieuw in een opwaartse trend zijn en het niveau van de jaren 90 evenaren. In noordelijke lidstaten van de eurozone zijn de huizenprijzen daarentegen redelijk stabiel gebleven, hoewel ook daar de huizenprijzen sinds 2014 opnieuw aan het stijgen zijn.⁴³

Figuur 8: Koers/winstverhouding Shiller voor Europese beurzen (31 oktober 2018)

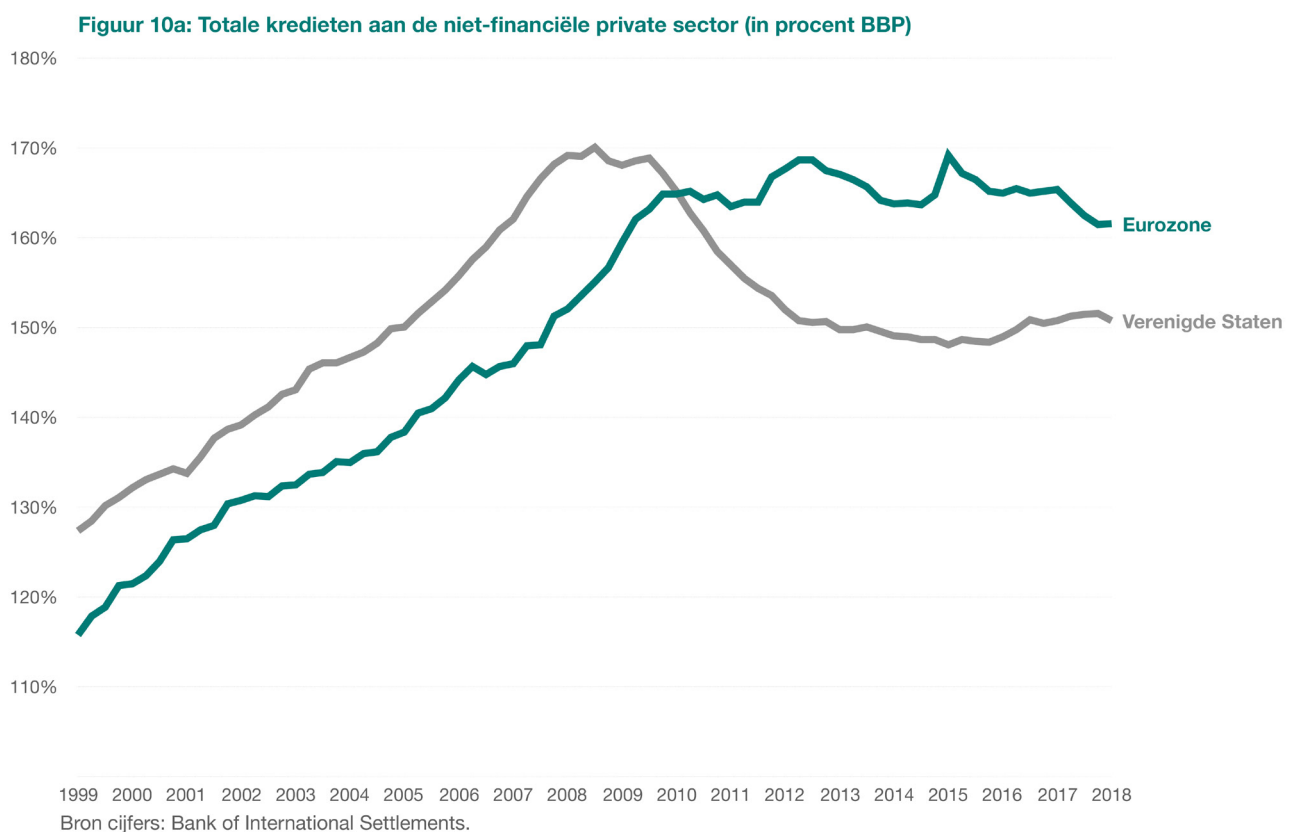


Figuur 9: Verhouding huizenprijzen ten opzichte van beschikbaar inkomen in de Eurozone en de VS



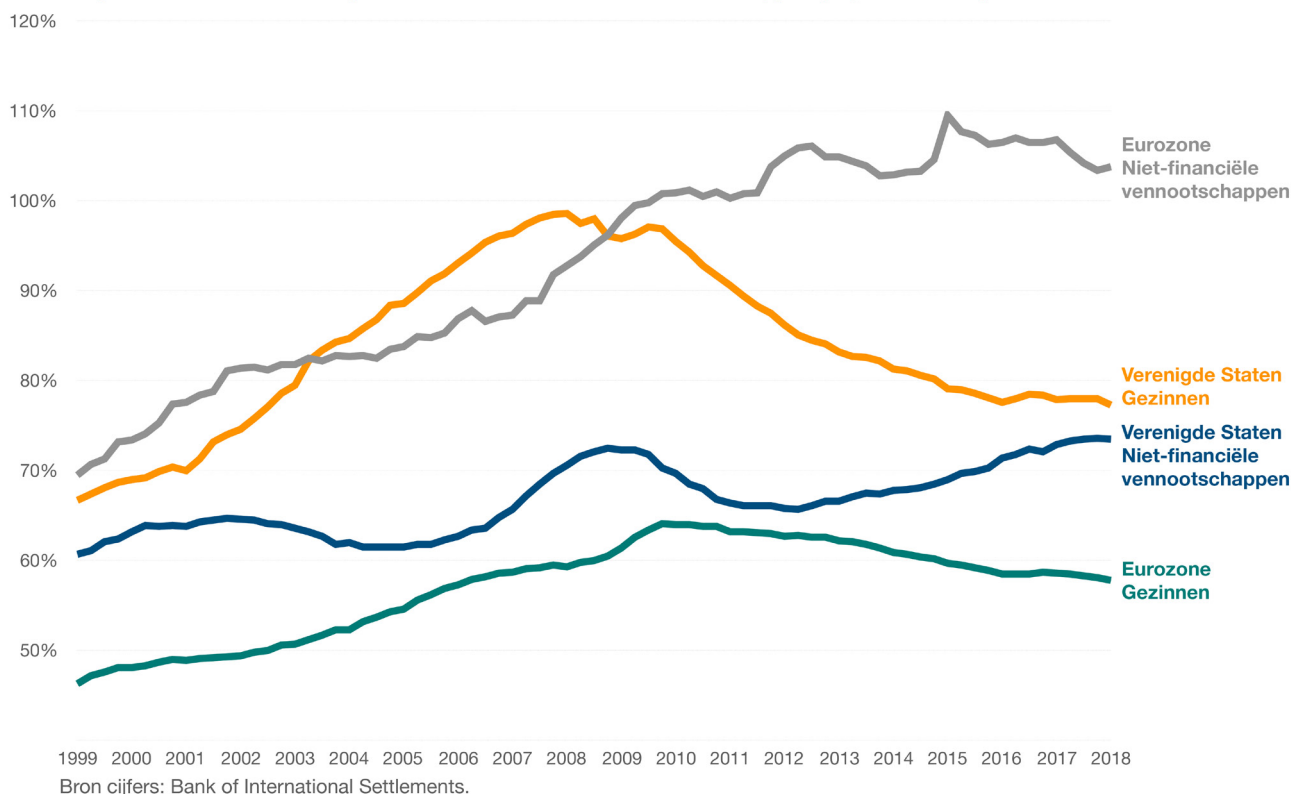
Hoewel het op basis van deze indicatoren niet evident is om zeepbellen te identificeren, is het wel duidelijk dat centrale banken via hun niet-conventionele maatregelen private kredieten trachten aan te moedigen met stijgende activaprijzen als onderpand. Met andere woorden: men lijkt de negatieve effecten van een doorgedreven financialisering te bevechten met nog meer financialisering. De contradicties in het systeem worden zo niet 'geneutraliseerd' maar net naar een hoger niveau getild. Om die reden maken critici zich zorgen over de negatieve impact van QE op het financieel welzijn van de gezinnen en bedrijven. Enerzijds ontmoedigen lage reële rentevoeten het sparen en veroorzaken ze problemen voor institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen en verzekeraars, die gebonden zijn aan een vast rendement en grote aantallen veilige beleggingen bezitten die nu minder opbrengen. Deze beleggers worden gedwongen om de eigen reserves aan te spreken of om eveneens risicovollere beleggingen op te zoeken en de inflatie van andere activa mee aan te jagen. Anderzijds sporen lagere rentevoeten en hogere activaprijzen gezinnen en bedrijven mogelijk aan om buitensporige schulden aan te gaan.

Op FIGUUR 10a en FIGUUR 10b zien we inderdaad dat de private schuldenberg in de eurozone sinds het uitbreken van de crisis is toegenomen. Vooral de schulden van niet-financiële bedrijven zijn toegenomen, ondanks een lichte daling sinds maart 2015. Door de problemen bij de banken en de uitzonderlijk lage rentevoeten in obligatiemarkten financierden niet-financiële bedrijven deze schuldenopbouw via de uitgifte van bedrijfsobligaties: volgens een recent rapport van het McKinsey Global Institute steeg tussen 2007 en 2017 de hoeveelheid uitstaande bedrijfsobligaties in de VS en West-Europa met respectievelijk 2,5 en 1,5 biljoen dollar.⁴⁴

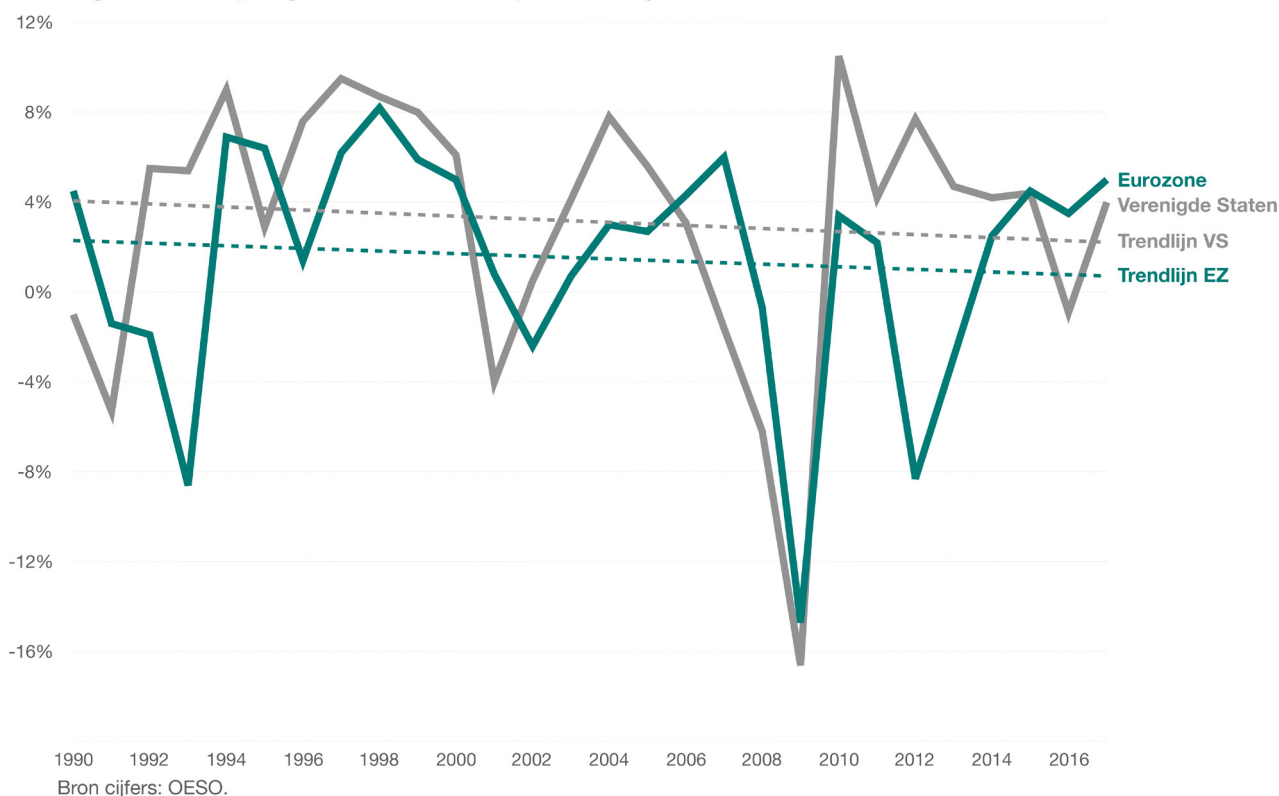


Ondanks de scherpe stijging in de niet-financiële bedrijfsschuld sinds 2007 zowel in de VS als in de eurozone bleef de jaarlijkse groei in bruto vaste kapitaalvorming in deze twee economieën onder het gemiddelde van de jaren 90 en 2000 (FIGUUR 11). Hoe kan men dit verklaren? De meest voor de hand liggende interpretatie is dat bedrijven via de obligatiemarkten leningen zijn aangegaan om hun aandelen in te kopen om de opbrengsten per aandeel te verhogen, een praktijk die vooral in de VS courant is: van 2007 tot 2016 kochten 461 Amerikaanse bedrijven uit de S&P 500 voor een totaal van 4 biljoen dollar aan eigen aandelen op, wat neerkomt op 54 procent van hun winsten.⁴⁵ Zulke inkopen van eigen aandelen zijn bij Europese bedrijven weliswaar veel minder populair omdat de verloning van het management er

Figuur 10b: Kredieten aan gezinnen en niet-financiële vennootschappen (in procent BBP)



Figuur 11: Jaarlijkse groei in bruto vaste kapitaalvorming



minder wordt gekoppeld aan de performantie op de beurs, hoewel de praktijk ook in Europa de laatste tijd meer voorkomt.⁴⁶ Een andere vrees – mogelijk meer toepasbaar op Europese bedrijven – is dat QE vooral niet-performante en niet-levensvatbare bedrijven het hoofd boven water helpt houden. Men spreekt in dat verband van “zombiebedrijven” die de facto insolvent zijn en in normale economische omstandigheden allicht de boeken hadden moeten sluiten.⁴⁷ In de context van lage rentes en QE houden zij evenwel stand omdat de kost van het aangaan van extra leningen sterk gereduceerd is. Hoewel ze insolvent zijn, blijven ze liquide. Dit zou kunnen leiden tot een golf van faillissementen wanneer de economische situatie verbetert en de rentes terug beginnen te stijgen. Het is in dit verband zorgwekkend dat de totale hoeveelheid

uitstaande risicovolle bedrijfsobligaties met een lage rating of zelfs geen rating meer dan verviervoudigd is tussen 2007 en 2017 (tot 1,7 biljoen dollar) in de geavanceerde economieën. Bovendien zullen tussen 2018 en 2022 jaarlijks tussen 1,6 en 2,1 biljoen dollar aan bedrijfsobligaties vervallen.⁴⁸

De sterke groei in uitstaande bedrijfsobligaties brengt ons bij de internationale ‘*spillover*’-effecten van QE op ontwikkelende economieën, waar de totale hoeveelheid uitstaande bedrijfsobligaties tussen 2007 en 2017 met 2,8 biljoen dollar is gestegen.⁴⁹ Deze groei in de bedrijfsschulden van de opkomende markten is nauw verbonden met de ‘eb en vloed’ van internationale kapitaalstromen: door de lage rente (en dus lage opbrengsten) in de geavanceerde economieën zoeken internationale beleggers tijdens de ‘vloedfase’ naar hogere rendementen in opkomende economieën.⁵⁰ Die toestroom van buitenlands kapitaal staat dikwijls los van de onderliggende *fundamentals* van deze economieën en is eerder een product van het internationale verschil in rentestanden – de zogenaamde ‘*carry trade*’. Die kapitaalinstromen hebben als gevolg dat gedurende de vloedfase krediet rijkelijk en goedkoop voorradig is, maar dat tijdens de ‘ebfase’ internationale beleggers leningen vaak niet willen hernieuwen (‘*sudden stop*’ in kapitaalstromen) en een spoor van onbetaalbare schulden achterlaten. Dat probleem wordt nog versterkt door het feit dat bedrijven (en soms consumenten) uit de opkomende landen leningen aangaan in een buitenlandse munt (euro’s en vooral dollars). Wanneer de rente in geavanceerde economieën terug stijgt en kapitaalstromen zich omkeren stelt zich een dubbel probleem: door het wegtrekken van buitenlands kapitaal zal de lokale economische groei stokken en de lokale munt depreciëren, terwijl stijgende rentes in de geavanceerde economieën voor een appreciërende buitenlandse munt zullen zorgen; bedrijven en consumenten die geleend hebben in een buitenlandse munt worden zo plots geconfronteerd met een exponentieel stijgende schuldenlast.

Tot slot bestaat het risico dat centrale banken via een te snelle afbouw van hun QE-programma een te bruuske ommekeer op de financiële markten veroorzaken waardoor zowel aandelen- als obligatieprijzen dreigen te kelderen. Aangezien QE activaprijzen mee heeft helpen omhoogstuwten, is het van cruciaal belang dat centrale banken hun balans doordacht afbouwen. Met andere woorden: centrale banken lijken veroordeeld tot een erg graduele afbouw van hun programma om te vermijden dat hun exit-strategie uitmondt in een negatieve spiraal van dalende activaprijzen. Het is niet ondenkbaar dat in een dergelijke nefaste context vele van de aangegane schulden niet of moeilijk zullen afbetaald kunnen worden met potentieel destabiliserende gevolgen voor zowel lener als ontleners en dus ook voor het financiële systeem in zijn geheel. Dit alles leidt ons tot een vaststelling die getuigt van een zekere ironie: terwijl de *public choice*-literatuur stevast verwijst naar de ‘*time inconsistency*’ die verkozen politici ongeschikt zou maken om gepast monetair beleid te voeren omdat ze voorrang verlenen aan voordelen op korte termijn en risico’s op lange termijn negeren (zie boven), lijken ook onafhankelijke centrale bankiers niet helemaal vrij van het probleem. Geconfronteerd met de keuze tussen de korte en de lange termijn, lijkt het er immers op dat centrale bankiers als antwoord op de crisis ervoor opteerden om op de korte termijn financiële stabiliteit te garanderen door op lange termijn potentieel nieuwe instabiliteit te genereren.⁵¹ We kunnen ons met andere woorden de vraag stellen of centrale bankiers in de ontwikkeling van hun onconventioneel beleid wel voldoende aandacht hebben gehad voor de potentiële impact van hun beleid op de langetermijnrisico’s die zich in het internationaal financieel systeem ontwikkelen.

Effecten van QE op ongelijkheid

Een andere belangrijke kritiek is dat QE de ongelijkheid verder heeft aangewakkerd. Critici betogen dat ultralage interestvoeten en het opblazen van activaprijzen via QE de economische ongelijkheid onvermijdelijk heeft doen toenemen. Centrale bankiers zullen daarentegen argumenteren dat de verdelings-effecten van het beleid eerder een neutrale impact gehad hebben op de economische ongelijkheid. Een belangrijke bron van onenigheid hier is de methodologische uitdaging waarmee empirisch onderzoek naar de herverdelende effecten van QE te kampen heeft. Eerst en vooral moet men een onderscheid maken tussen *inkomensongelijkheid* – waar men enkel kijkt naar de *inkomsten* uit arbeid en nettovermogen – en de *vermogensongelijkheid*. QE heeft, zoals we zullen zien, op een verschillende manier ingewerkt op deze twee indicatoren van economische ongelijkheid. Bovendien worden zowel de inkomens- als vermogensverdeling beïnvloed door tal van andere economische factoren die niet gemakkelijk van elkaar kunnen worden

geïsoleerd. De sociale werkelijkheid is helaas geen laboratoriumcontext waarin het ‘*ceteris paribus*’-principe kan gevolgd worden. Wat de rechtstreekse impact van QE is, of wat QE al dan niet doet, is dus niet altijd even duidelijk vast te stellen, aangezien de waargenomen veranderingen (of afwezigheid daarvan) ook door een combinatie van andere factoren zou verklaard kunnen worden. Tot slot moeten we bij een impact van de gevolgen van QE ook hier uitgaan van een tegenfeitelijke analyse van hoe de inkomens- en vermogensongelijkheid zou zijn geëvolueerd indien centrale banken deze niet-conventionele maatregelen *niet* hadden genomen.

Er zijn grofweg drie kanalen waarlangs het QE-beleid een mogelijke impact heeft gehad op de verdeling van inkomens en vermogens, waarbij de eerste twee kanalen enkel inwerken op de inkomensongelijkheid. Het eerste kanaal gaat over de effecten van QE op de werkgelegenheid en de loongroei: in de mate dat QE de economische groei en werkgelegenheid stimuleert, stijgt het inkomen uit arbeid. Men veronderstelt hierbij doorgaans dat dit effect vooral voordelig is voor armere en laaggeschoolde werknemers, die een grotere kans hebben om werkloos te zijn tijdens een economische recessie (en via QE meer kans hebben om een job met een hoger inkomen te vinden). Het is via dit indirecte kanaal dat centrale bankiers argumenteren dat hun expansieve maatregelen een positieve invloed hebben op de inkomensverdeling. Ben Bernanke, voormalig gouverneur van de Federal Reserve, stelt het als volgt: *“With respect to inequality, I think the best way to address inequality is to create jobs. It gives people opportunities. It gives people a chance to earn income, gain experience, and to ultimately earn more. But that’s an indirect approach; that’s really the only way the Fed can address inequality per se.”* Deze vaststelling houdt een impliciete erkenning in van de heterodoxe kritiek dat een restrictief en anti-inflatoir monetair beleid negatieve gevolgen kan hebben voor de inkomensverdeling door meer werkloosheid te creëren (zie boven). We kunnen ook de vraag stellen of QE de meest effectieve manier is geweest om de economische groei en de werkgelegenheid te stimuleren – een punt waar we in de volgende secties op terugkomen. Hierboven zagen we in ieder geval dat QE niet gepaard is gegaan met een sterke loongroei. Vanuit dit opzicht kan men centrale banken er zelfs van beschuldigen dat ze te bescheiden en te weinig assertief hebben gereageerd op de groei in werkloosheid en ermee gepaard gaande desinflatie.⁵² Het lijkt er ook op dat centrale banken voorbarig reageren op de krapte op de arbeidsmarkt door QE-programma’s mogelijk te vroeg te beëindigen (zoals de ECB) en/of de rente te verhogen (zoals de Fed), terwijl arbeidskrapte net essentieel is om de lonen van laaggeschoolde en laagbetaalde werknemers sneller te laten groeien.⁵³

Tabel 2: Vermogensverdeling in België in 2014

	Onderste 50%	Volgende 40%	Top 10%	Top 5%	Top 1%
Netto vermogen	11,5%	46,1%	42,6%	29,8%	12,1%
Eigen woning	22,9%	56,1%	20,9%	12%	3,8%
Ander vastgoed	3,5%	29,6%	66,5%	49,8%	19,8%
Zicht- en spaarrekeningen	15,6%	52,3%	32,1%	19,5%	4,2%
Beleggingsfondsen	2,2%	31,5%	66,9%	44,6%	12,5%
Obligaties	11,1%	31,9%	56,7%	37,7%	7,1%
Beursgenoteerde aandelen	5,1%	16,9%	78,1%	68,5%	31,9%
Hypothecaire schulden	52,1%	37,9%	10,3%	6,2%	3,8%
Niet-hypothecaire schulden	47,3%	42,4%	10,5%	6,1%	3,6%

Bron: Kuypers & Marx (2017)

Het tweede kanaal heeft een meer ambigue impact op de inkomensongelijkheid: QE zorgt voor een daling in de interestvoeten, wat positieve gevolgen heeft voor mensen en gezinnen met netto schulden en negatieve gevolgen voor netto-spaarders. Volgens conservatieve waarnemers en politici bevordert QE de inkomensongelijkheid doordat lage rentevoeten vooral gezinnen uit de lagere en middenklasse treffen: terwijl zij hun spaargeld doorgaans op niet-renderende bankrekeningen plaatsen, hebben rijke huishoudens meer mogelijkheden om hun financieel vermogen te beleggen en profiteren ze meer van de inflatie in activaprijzen (zie onder). Wanneer we er de verdeling van de vermogens op nakijken, dan zien we evenwel dat de armste 50% een zeer klein aandeel heeft in de totale hoeveel spaargeld op bankrekeningen: in België heeft de armste 50% slechts 15,6% van de Belgische spaarcenten in handen, terwijl de rijkste 10% over 32,1% beschikt (TABEL 2). Tezelfdertijd is het vooral de armste 50% die schulden aangaat: in België zijn ze verantwoordelijk voor respectievelijk 52,1% en 47,3% van de hypothecaire en niet-hypothecaire schulden. Voor gezinnen tussen het 5de en 9de deciel van de Belgische vermogensverdeling ligt de zaak complexer: deze groep heeft een groot aandeel in zowel het spaargeld als uitstaande schulden, met een licht overgewicht in het spaargeld. Samengesteld lijkt een daling van de rentevoeten vooral voordelig voor de armste 50% van de bevolking, licht nadelig voor de groep tussen het 5de en 9de deciel van de vermogensverdeling en zeer nadelig voor de rijkste 10% en 1%. Deze laatste groep kan deze negatieve effecten echter ruimschoots compenseren via de stijging van de reële waarde van hun vermogen – het derde kanaal waarlangs QE impact heeft op de ongelijkheid.

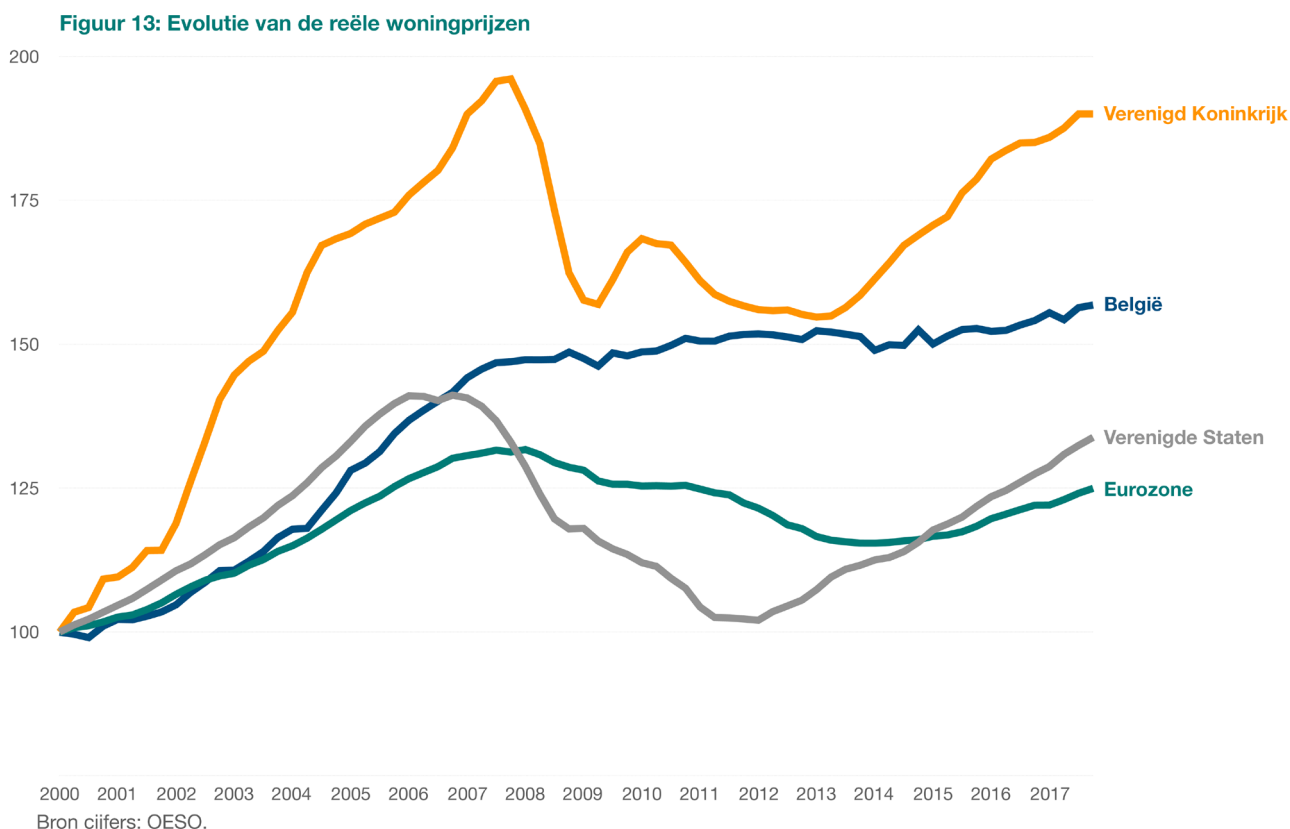
Dit derde kanaal werkt enkel in op de vermogensongelijkheid: QE draagt bij tot een appreciatie van de activaprijzen (obligaties, aandelen, effecten, en vastgoed) en vergroot daarmee het vermogen van de eigenaars of bezitters van dergelijke activa. In de eerste plaats verwijst men hier doorgaans naar het feit dat QE de beurskoersen de hoogte heeft ingedreven: aangezien gemiddeld 80% van de beursgenoteerde aandelen in handen zijn van de rijkste 10% (in België ging het om 78,1% in 2014), heeft QE de vermogensongelijkheid in de hand gewerkt. Desalniettemin hangt dit effect af van de mate waarin QE en andere expansieve maatregelen van centrale banken verantwoordelijk zijn voor de evolutie in beurskoersen.

Figuur 12: Evolutie van de beurskoersen in Europa (Eurostoxx 600) en de Verenigde Staten (S&P 500)



In FIGUUR 12 zien we in ieder geval dat de Amerikaanse beurskoers jaar na jaar recordhoogtes heeft bereikt. In Europa zien we daarentegen een minder exuberante beursperformantie; de Eurostoxx 600 bereikte haar hoogtepunt 2 maanden na de start van de ECB's QE-programma in mei 2016. Deze divergente impact van QE op de beurskoers kan wellicht worden verklaard door het feit dat Europese bedrijven minder hun eigen aandelen terug inkopen dan Amerikaanse bedrijven. Dat wil natuurlijk niet zeggen dat QE geen negatieve invloed heeft gehad op de vermogensongelijkheid in Europa; het vermogen van de rijkste 10% (en zeker van de rijkste 1%) is niet enkel belegd in Europese aandelen, maar ook in financiële activa uit de rest van de wereld.

Naast de invloed op de prijzen van financiële activa, heeft QE ook huizenprijzen ondersteund (FIGUUR 13). Aangezien huizenbezit meer gelijk verdeeld is dan bezit van financiële activa, zijn de effecten op de vermogensongelijkheid meer ambigu. In ieder geval is het duidelijk dat stijgende huizenprijzen niet voordelig zijn voor de armste 50% huishoudens die doorgaans niet in het bezit zijn van een eigen woning.



Het is op basis van de verschillende en gediversifieerde impact van deze drie kanalen dat men tegengestelde besluiten kan trekken over de herverdelingsgevolgen van het QE-beleid. Als we kanaal twee in isolatie zouden beschouwen is het erg duidelijk dat QE de economische ongelijkheid heeft doen toenemen. Tezelfdertijd heeft QE echter ook gezorgd voor een betere inkomensverdeling dan in een scenario waar het instrument niet was ingezet. Het is op basis daarvan dat medewerkers van zowel de ECB als de Bank of England besluiten dat hun experimenten met QE weinig of geen impact hebben gehad op de *totale* economische ongelijkheid.⁵⁴ In het beste geval kunnen we dus stellen dat als QE de algemene economische ongelijkheid niet verder vergroot heeft, ze de bestaande ongelijkheid wel degelijk verder bestendigt. Onafhankelijk onderzoek naar het Fed-beleid in Amerika toonde evenwel aan dat de verbetering in inkomensongelijkheid de sterke toename in vermogensongelijkheid niet uitvlakte en het QE-beleid van de Federal Reserve wel degelijk verantwoordelijk is voor een netto-toename in totale economische ongelijkheid.⁵⁵

Centrale bankiers reageren doorgaans op deze vaststellingen met de opmerking dat het beperken van de ongelijkheid niet tot het nauwe mandaat van de centrale bank behoort en als zodanig geen doelstelling kan zijn van hun monetair beleid. Een mogelijke toename in de economische ongelijkheid moet men dus zien als een ongewenste bijwerking van hun voornaamste doelstelling: het garanderen van prijsstabiliteit.

Om de negatieve ‘bijwerkingen’ van hun beleid te neutraliseren rekenen ze op een herverdelend fiscaal en budgettair overheidsbeleid en een toegenomen flexibilisering van de arbeidsmarkt (om blijvende werkgelegenheid te scheppen). Deze instrumenten kunnen volgens centrale bankiers veel doeltreffender worden ingezet voor herverdelingsdoeleinden dan monetair beleid. Daarbij blijft het echter de vraag of centrale bankiers voldoende hebben nagedacht over eventuele alternatieve instrumenten die – onder het motto ‘voorkomen is beter dan genezen’ – minder negatieve gevolgen hebben voor de inkomens- en vermogensverdeling.⁵⁶ In het volgende hoofdstuk bespreken we zo een alternatief: ‘QE for the people’.

Effecten van QE op economische groei

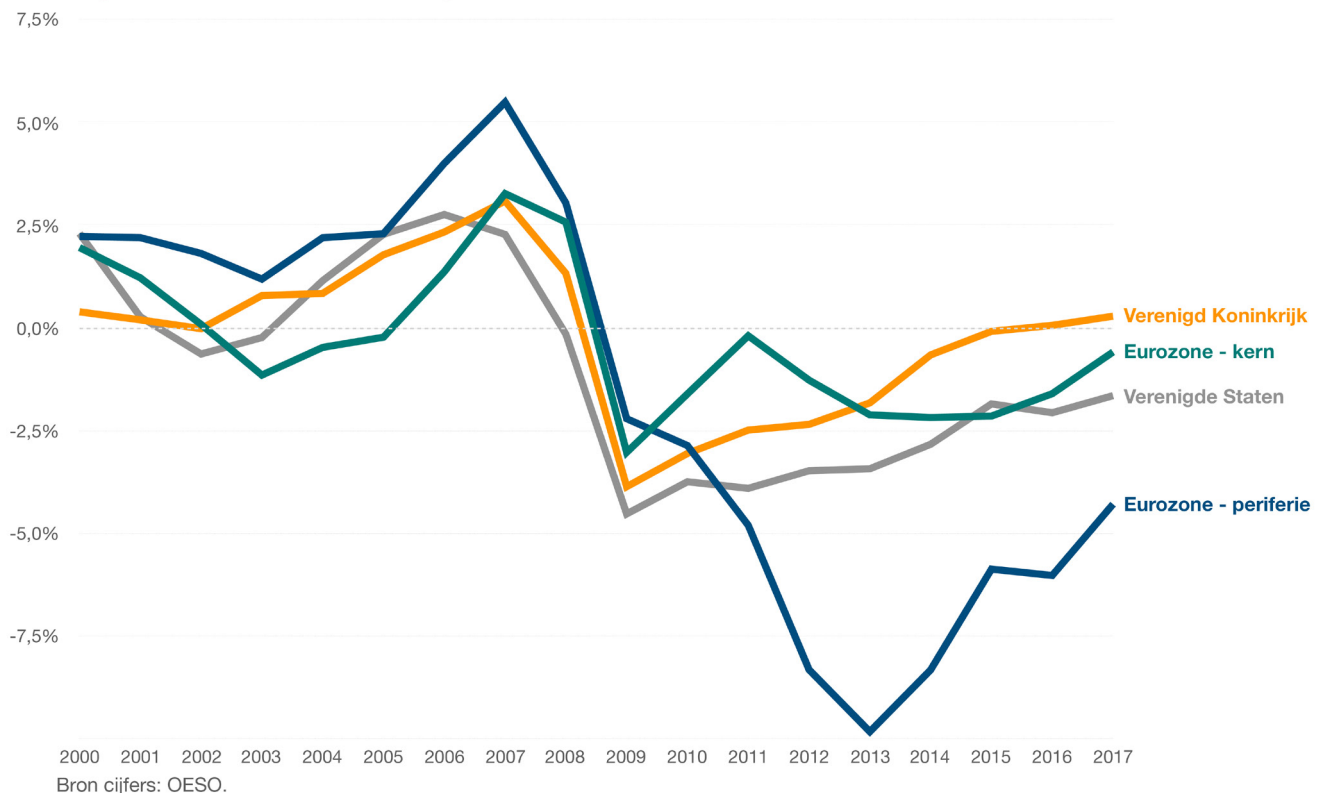
Men kan niet ontkennen dat de economische situatie zonder de inzet van het QE-instrument een pak ongunstiger was geweest. Anderzijds mag die vaststelling de aandacht niet afleiden van het feit dat het allicht ook beter had gekund en het QE-beleid dus niet heiligmakend is. We kunnen onze bedenkingen bij de eerste twee kritieken als volgt samenvatten:

(1) QE heeft geen excessieve inflatie veroorzaakt en zal dit ook niet doen; het probleem is veeleer dat centrale banken er ondanks hun QE-beleid niet in geslaagd zijn om zelfs tien jaar na het uitbreken van de crisis de kerninflatie opnieuw bij de 2%-doelstelling te brengen.

(2) QE heeft tot hiertoe niet geleid tot budgettaire dominantie; het probleem is niet noodzakelijk dat QE de grens heeft vervaagd tussen budgettair en monetair beleid, maar vooral dat een overdreven restrictief begrotingsbeleid (vooral in de eurozone) de effectiviteit van QE heeft beperkt.

Beide bedenkingen brengen ons bij de laatste belangrijke kritiek op QE, namelijk dat het een onvoldoende effectief instrument is gebleken om de economie opnieuw in volle capaciteit te brengen. FIGUUR 14 toont dat het tien jaar heeft geduurd vooraleer de VS, het VK en de meeste kernlanden van de eurozone de ‘outputkloof’ – het verschil tussen het actuele en het potentiële bbp – hebben gedicht.

Figuur 14: Outputkloof als percentage van potentieel BBP



Dit betekent dat de macro-economische beleidsmix – de combinatie van monetaire en budgettaire maatregelen – onvoldoende expansief is gebleken om de geaggregeerde vraag sneller op peil te brengen. Indien we uitgaan van de macro-economische consensus van voor de crisis dat hoofdzakelijk centrale banken verantwoordelijk zijn voor contracyclisch beleid, kunnen we aannemen dat monetair beleid te restrictief is geweest tijdens deze periode. Martin Sandbu, econoom en schrijver bij de *Financial Times*, stelt dan ook dat deze overdreven “voorzichtigheid” vanwege de centrale banken een enorm outputverlies heeft veroorzaakt in de geïndustrialiseerde wereld: *“Assume that the average output gap over the decade was 2 per cent of economic activity at full capacity. Halving this by boosting demand more and earlier would have saved 10 per cent of annual gross domestic product. That is enormous — and more than the immediate loss of GDP in the 2008–9 recession.”*⁵⁷

Hoe kunnen we de gebrekkige effectiviteit van QE als contracyclisch beleidsinstrument verklaren? Vooral vanuit post-Keynesiaans oogpunt argumenteert men dat QE er niet in kan slagen om te vermijden dat de economie in een ‘liquiditeitsval’ terechtkomt tijdens een diepgaande economische recessie na het uitbreken van een financiële crisis. Hiermee bedoelt men dat gezinnen en bedrijven door de toegenomen economische onzekerheid verkiezen geld te sparen in plaats van te ontlenen en uit te geven, waardoor renteverlaging ontoereikend is om de private consumptie en investeringen aan te moedigen. Tijdens een liquiditeitsval kan monetair beleid de geaggregeerde vraag dan ook onvoldoende ondersteunen. Dit is problematisch omdat de economie in het slechtste geval kan terechtkomen in een deflatoire spiraal en in het beste geval in een situatie die economen van het IMF hebben aangeduid als ‘laagflatie’, een situatie waarbij de kerninflatie ver onder de 2%-doelstelling van centrale banken blijft, zoals we hebben gezien in de eurozone. Deze situatie wordt verder in de hand gewerkt door het feit dat veel gezinnen, bedrijven en banken na een financiële crisis verkiezen om hun schuldenberg af te bouwen en hun balans aan te zuiveren. Hoewel de daling in de reële rente dit proces kan vergemakkelijken, zal een te lage inflatie de reële schuldenlast in de private sector net verzwaren. In deze context moet volgens post-Keynesiaanse economen QE best worden gecombineerd met een expansief budgettair beleid om de economische groei, tewerkstelling en (loon-) inflatie te bevorderen en de economie opnieuw op volle capaciteit te brengen.⁵⁸

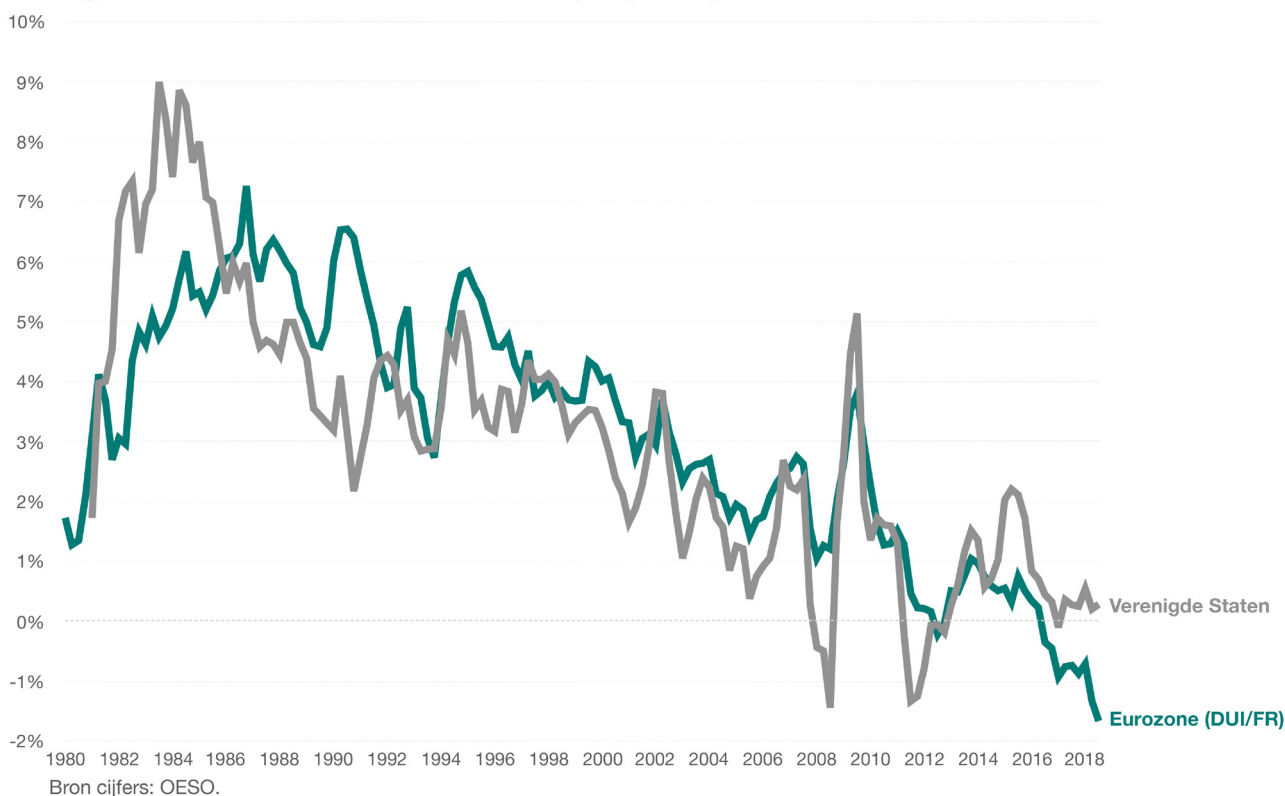
Een andere reden voor de beperkte effectiviteit van QE is dat het eerder een indirecte manier is om de economie te stimuleren: terwijl het ultieme doel is om de economische groei en inflatie aan te wakkeren, loopt de prikkel noodgedwongen langsheen de financiële markten. Een van de belangrijkste transmissiekanalen van QE is het creëren van positieve welvaartseffecten via inflatie in activaprijzen, waarbij de veronderstelling overheerst dat extra opbrengsten uit de gestegen aandelen- en activaprijzen zich quasi-automatisch zullen vertalen in extra private investeringen en consumptie. Men behoudt op die manier een zeker geloof in de theorie van de *trickle-down economics*, waarbij in naam van het algemeen belang voordelen worden gegeven aan de meest kapitaalkrachtigen in de veronderstelling dat die voordelen zullen terugvloeien naar de maatschappij als geheel. Het louter beschikbaar stellen van grote hoeveelheden extra liquiditeit aan banken, bedrijven en investeerders hoeft echter niet rechtstreeks te leiden naar extra productieve investeringen en meer tewerkstelling. Dit geloof in het doorsijpeleffect wijst op een schrijnend gebrek aan theoretisch inzicht in de manier waarop het gefinancialiseerde kapitalisme vandaag werkt. De monetaire transmissiekanalen zullen in een gefinancialiseerde economie niet optimaal functioneren omdat investeerders in de eerste plaats rendement zullen zoeken in de financiële sfeer en minder in het maken van productieve investeringen in de reële economie.⁵⁹ Investeren in een recessie blijft immers erg risicovol en werpt in het beste geval slechts op de lange termijn vruchten af. Bovendien komt in een gefinancialiseerde economie de nadruk te liggen op het maximaal genereren van aandeelhouderswaarde en uitkeren van dividenden. De historisch lage leenkosten en hoge aandelenprijzen hebben zo eerder aanleiding gegeven tot een golf van aandeleninkopen (waarbij een bedrijf eigen aandelen opnieuw inkoopt om het rendement per aandeel een artificiële boost te verlenen) en een aaneenschakeling van verschillende fusies en overnames (zie boven).

KADER: Wat is Financialisering?

In zijn meest algemene vorm duidt de term financialisering op de exponentiële groei van zowel de rol als het belang van financiële markten in de economie in de loop van de naoorlogse periode. De term valt dus te situeren in de transitie van een industrieel gericht kapitalisme naar een meer financieelgericht kapitalisme. De vaakst geciteerde definities van financialisering zijn die van Gerald Epstein, professor economie aan het Amerikaanse Amherst University in Massachusetts, en van economisch sociologe Greta Krippner, verbonden aan de University of Michigan, waarbij Epstein financialisering omschrijft als “[...] *the increasing role of financial motives, financial markets, financial actors and financial institutions in the operation of the domestic and international economies*”⁶⁰, terwijl Krippner spreekt van “[...] *a pattern of accumulation in which profits accrue primarily through financial channels rather than through trade and commodity production*.”⁶¹ In dat laatste verband duidt James Crotty, eveneens verbonden aan Amherst University, financialisering ook als een gestage transitie van een omgeving waar ‘geduldig’ kapitaal (in essentie kapitaal belegd met een expliciet langetermijnperspectief) dominant is naar een omgeving waar ‘ongeduldig’ kapitaal (kapitaal gericht op kortetermijnwinsten) komt te overheersen.⁶²

Deze beperkingen van QE als contracyclisch beleidsinstrument kunnen tot slot wijzen op een dieperliggende oorzaak: seculiere stagnatie. Reeds in 1939 opperde de Amerikaanse econoom Alvin Hansen de idee dat een zwakke geaggregeerde vraag ook op lange termijn de economische groei kan onderdrukken. Deze hypothese van seculiere stagnatie werd naar aanleiding van de financiële crisis nieuw leven ingeblazen door voormalig Amerikaans Minister van Financiën Lawrence Summers. Aanleiding hiervoor is de vaststelling dat de daling in reële rentevoeten al lang voor het uitbreken van de financiële crisis was ingezet. Volgens Summers is deze daling in de reële rentevoeten een structurele trend die men enkel kan verklaren door het feit dat gezinnen en bedrijven meer drang hebben gekregen om te sparen en minder neiging om te investeren. Dit spaaroverschot weerspiegelt een structureel tekort in de geaggregeerde vraag en zet op lange termijn een neerwaartse druk op de reële rentevoeten in de VS en Europa (FIGUUR 15).

Figuur 15: Structurele trend in reële rentevoeten op lange termijn



In die zin heeft QE deze trend enkel verdergezet en is het zeker niet de oorzaak van de historisch lage rentevoeten. Een belangrijke bron van het spaaroverschot is de groei in inkomensongelijkheid, waarbij inkomen werd herverdeeld van arme gezinnen met een hoge marginale *consumptieneiging* naar rijke gezinnen met een hogere marginale *spaarneiging*. Economen van het IMF berekenden dat in de VS de geaggregeerde consumptie hierdoor met meer dan 3,5% is gedaald. Daarnaast heeft het groeiend belang van de digitale economie de nood aan ‘materiële’ investeringen verminderd. Deze toename in de spaardrang en afname in productieve investeringsopportuniteiten werken volgens Summers financiële excessen in de hand:

When saving is abundant and productive opportunities are scarce, it is natural that interest rates are low and that economic agents borrow heavily to buy existing assets. Share buybacks by corporations for example financed by debt are to be expected in such an environment as borrowing costs are low but opportunities to productively deploy capital are scarce. Closely related is the observation that when safe rates fall investors are likely to reach for higher yields by taking more risk ... An economy prone to secular stagnation but determined to grow is likely to find itself pursuing unsustainable financial policies during the intervals when satisfactory growth is achieved.⁶³

Vanuit deze interpretatie biedt de ontwikkeling van financiële zeepbellen slechts een artificiële en tijdelijke oplossing voor het probleem van seculiere stagnatie. Summers wijst erop dat de economische groei in de VS en Europa zelfs in de jaren voor de financiële crisis opmerkelijk laag lag, ondanks de gigantische opbouw in private schulden en de historische *boom* in huizenmarkten. Seculiere stagnatie werpt met andere woorden de mogelijkheid op dat we zijn terechtgekomen in een structurele economische situatie waarbij “[...] *the private economy – unless stimulated by extraordinary public actions, especially monetary and fiscal policies and, or, unsustainable private sector borrowing – will be prone to sluggish growth caused by insufficient demand.*”⁶⁴ Dat we vandaag in een situatie van seculiere stagnatie beland zouden zijn, zou in dat opzicht een mogelijke verklaring kunnen zijn waarom de groei- en inflatieverwachtingen laag blijven ondanks de mobilisering van miljarden dollars, ponden en euro’s in QE-maatregelen. Summers en andere verdedigers van de seculierestagnatietheorie beschrijven de huidige maatregelen dan ook als ‘lapmiddelen’ die het huidige systeem wel gaande houden maar de onderliggende oorzaken niet aanpakken.⁶⁵ Kortom: omdat het QE-beleid blind blijft voor het structureel gebrek aan geaggregeerde vraag in de economie is het huidige monetair beleid niet het geschikte instrument om de dieperliggende problemen van het gefinancialiseerde kapitalisme aan te pakken. Dit vergt een meer fundamentele herziening van het macro-economische beleidskader.

Hervorming van het macro-economisch beleidskader: naar een alternatief voor QE?

Uit de analyse van het voorgaande hoofdstuk kunnen we de volgende conclusies trekken:

- Het onvermogen van centrale banken om via QE de inflatie opnieuw bij hun doelstelling van 2 procent te brengen wijst op de gebrekkige effectiviteit van QE. In het beste geval kan men stellen dat QE een meer diepgaande deflatie en economische neerval heeft kunnen vermijden, wat natuurlijk wel een prestatie is. Maar tegelijkertijd heeft de te trage dichting van de outputkloof geleid tot een significant inkomensverlies dat men mogelijk via een meer doeltreffend macro-economisch beleid had kunnen vermijden. QE heeft met andere woorden inflatie niet aangewakkerd; het probleem is veeleer het feit dat de kerninflatie hardnekkig (te) laag blijft.
- Het gebrek aan coördinatie tussen monetair en budgettair beleid is een belangrijke oorzaak van deze te lage inflatie en het ermee gepaard gaand inkomensverlies. Dit ondergraaft een centraal principe waarop de leer en praktijk van centrale bankonafhankelijkheid is gebaseerd: het probleem is niet zozeer dat QE het risico op budgettaire dominantie heeft verhoogd maar eerder dat de positieve effecten ervan werden ondergraven door de besparingen die regeringen zichzelf hebben opgelegd. Regeringen hebben na de invoering van QE eerder last gehad van een ‘*surplus bias*’; van een ‘*deficit bias*’ was weinig of geen sprake. Restrictieve budgettaire maatregelen neutraliseren de expansieve maatregelen van de centrale bank om inflatie opnieuw op peil te brengen. De institutionele scheiding tussen monetair en budgettair beleid heeft ertoe geleid dat deze twee instrumenten elkaar ook actief kunnen tegenwerken. Het gebrek aan coördinatie tussen monetair en budgettair beleid is een belangrijke verklaring voor het feit dat het economisch herstel zo traag op gang is gekomen en fragiel blijft. Indien geavanceerde economieën te kampen hebben met seculiere stagnatie, zullen beleidsmakers dan ook nieuwe manieren moeten vinden om monetaire en budgettaire maatregelen beter op elkaar af te stemmen. Centrale bankonafhankelijkheid heeft in zo een situatie haar doel voorbijgestreefd.⁶⁶
- QE heeft een aantal potentiële neveneffecten en brengt dus enkele risico’s met zich mee. Ten eerste lijkt het problematisch dat een van de belangrijkste transmissiekanalen van QE erin bestaat om via inflatie van activaprijzen en bijhorende vermogenseffecten gezinnen en bedrijven aan te zetten meer schulden aan te gaan. In die zin weerspiegelt QE een poging om opnieuw een financieelgeleid groei-model te installeren, ondanks de bedenkelijke rol van dit groei-model in de totstandkoming van de mondiale financiële crisis en de eurocrisis. Door activaprijzen te ondersteunen en mee de hoogte in te duwen heeft QE ook de vermogensongelijkheid in de hand gewerkt. Hoewel QE tegelijkertijd ook een positieve impact kan hebben op de inkomensverdeling (via hogere loongroei en lagere reële schuldenlast), is het twijfelachtig of QE de meest doeltreffende manier was om deze positieve impact te realiseren: de positieve effecten van QE op de inkomensverdeling worden beperkt door een te matige loongroei en een te lage kerninflatie die de reële schuldenlast bij de gezinnen nodeloos heeft verzwaaard.

Deze vaststellingen roepen de vraag op of het macro-economisch beleidskader aan herziening toe is. In ieder geval pleitten economen van het IMF reeds in 2010 voor een re-evaluatie van de principes waarop het macro-economisch beleid voor en tijdens de financiële crisis is gebaseerd. Gezien het belang van deze kwestie voor het sociale en economische welzijn van onze maatschappij (én die van de ontwikkelingswereld), is een democratisch debat over deze re-evaluatie en mogelijke herziening van cruciaal belang. Tot nog toe wordt dit debat te veel beperkt tot technocratische en academische kringen, waarbinnen desalniettemin een verscheidenheid aan visies en standpunten voorkomen.

Grosso modo kunnen we drie strekkingen onderscheiden. Een eerste strekking stelt dat niet-conventionele maatregelen zoals QE duidelijk hun nut hebben bewezen. QE moet worden toegevoegd aan het conventionele instrumentarium waarover centrale banken beschikken om crisissen te bestrijden, de economie te stimuleren en hun inflatiedoelstelling te realiseren. Binnen deze strekking bestaan er weliswaar twee

verschillende visies met betrekking tot het gebruik van QE in 'normale' economische tijden. De eerste visie is officieel deze van de Federal Reserve en stelt dat QE enkel moet worden gebruikt wanneer in een diepgaande economische recessie de kortetermijnrente de nulgrens heeft bereikt; manipulatie van de kortetermijnrente blijft het belangrijkste beleidsinstrument om in normale tijden de economische conjunctuur te stabiliseren.⁶⁷ Het is dan ook wenselijk dat centrale banken hun balans opnieuw opbouwen (als percent van het bbp). Dit kan ofwel 'actief' gebeuren door effecten opnieuw op de secundaire markten te verkopen ofwel 'passief' door economische groei en door aangekochte obligaties te laten vervallen. De tweede visie gaat verder en stelt dat centrale banken ook in normale economische tijden hun balans inzetten om de economie te stabiliseren. Voorlopig zijn het vooral academici die deze visie genegen zijn, hoewel ook Ben Bernanke voordelen ziet in een 'permanent vergrote' balans.⁶⁸

Een tweede strekking stelt dat de negatieve neveneffecten van QE op lange termijn niet opwegen tegen de voordelen die de maatregelen op korte termijn hebben gerealiseerd. Centrale banken hebben volgens deze visie een te expansief monetair beleid gevoerd, waarbij de aanhoudende periode van lage reële rentevoeten voornamelijk een excessieve opbouw van schulden in de hand heeft gewerkt. Ook binnen deze strekking zijn er twee verschillende visies. Een eerste visie – die men vooral kan terugvinden in conservatieve en Duitse 'ordoliberalen' kringen – wil terugkeren naar het monetair beleidskader van voor de crisis, zij het met meer garanties dat centrale banken hun mandaat niet overschrijden (door hun discretionaire bevoegdheid om staatsobligaties en andere effecten op te kopen eventueel aan banden te leggen). Prijsstabiliteit wordt binnen deze visie gedefinieerd als een inflatiepercentage tussen de nul en twee procent; lage inflatie rond één procent is met andere woorden geen probleem dat centrale banken via ultra-expansieve maatregelen dienen op te lossen: voordelige dynamieken aan de aanbodzijde van de economie, zoals economische globalisering en de daling in energieprijzen, zijn een belangrijke oorzaak van de lage inflatie.⁶⁹ De tweede visie binnen deze strekking maakt zich eveneens zorgen om de effecten van een te expansief monetair beleid maar gaat verder door te stellen dat centrale banken niet enkel mogen focussen op prijsstabiliteit maar ook rekening moeten houden met zorgwekkende ontwikkelingen in de financiële markten – zoals buitensporige inflatie in activaprijzen en de opbouw van private schulden. Deze visie, die men onder meer kan terugvinden bij de onderzoeksafdeling van de Bank for International Settlements, weerspiegelt dan ook de andere positie in het hierboven besproken '*lean vs. clean*'-debat: centrale banken moeten 'tegen de wind aanleunen' en tijdig restrictieve maatregelen nemen (of expansieve maatregelen afbouwen) om financiële zeepbellen te vermijden.⁷⁰

Een laatste strekking stelt dat lage inflatie een weerspiegeling is van een gebrekkige geaggregeerde vraag. In tegenstelling tot de tweede strekking argumenteert men hier dat lage inflatie wel degelijk een probleem is met schadelijke economische gevolgen en herverdelingsimplicaties: een terugkeer naar het monetaire beleidskader van voor de financiële crisis – eventueel aangevuld met restricties op QE en een nieuwe bereidwilligheid om zeepbellen via hogere rentevoeten te doorprikken – zal dit probleem van gebrekkige geaggregeerde vraag enkel verergeren. In tegenstelling tot de eerste strekking stelt men dat dit probleem van lage inflatie en onvoldoende geaggregeerde vraag niet op een duurzame manier kan worden opgelost via QE; een meer fundamentele herziening van het macro-economisch beleidskader is hiervoor vereist. Het spreekt voor zich dat we op basis van onze analyse van het monetair beleidskader van voor de financiële crisis en de effecten van QE onszelf achter deze laatste strekking plaatsen. In de rest van het rapport bespreken we enkele belangrijke voorstellen om het macro-economisch beleidskader te herzien.

Herziening van de inflatiedoelstelling van centrale banken

De eerste groep voorstellen focust op het mandaat van de centrale banken en hun inflatietarget, dat volgens heel wat economen (en sommige beleidsmakers) aan herziening toe is. Een eerste voorstel is om de inflatiedoelstelling van centrale banken te verhogen naar vier (in plaats van twee) procent. Deze herziening is een manier om het probleem van de absolute nulgrens ('*zero lower bound*' of ZLB) tijdens diepgaande economische recessies op te vangen en uit te stellen en zo de centrale bank meer ruimte te geven om via rentedaling de economie opnieuw aan te zwengelen. De redenering is als volgt. Aangezien centrale banken uiterst succesvol zijn gebleken om inflatieverwachtingen in te dijen en te verankeren onder de twee

procent, is de *nominale* korte termijnrentevoet de laatste decennia sterk gedaald. Indien de centrale bank een inflatiedoelstelling van vier procent in plaats van twee procent nastreeft, zou deze nominale rentevoet bij gelijkblijvende omstandigheden ook twee procent hoger liggen. Hierdoor verkrijgt de centrale bank tijdens een economische recessie extra manoeuvreerruimte om de kortetermijnrentevoet te verlagen vooraleer de ZLB zal worden bereikt. Volgens economen van het IMF, onder leiding van de Franse econoom Olivier Blanchard, had een hogere inflatiedoelstelling bij het aanbreken van de mondiale financiële crisis dan ook heel wat economische voordelen opgeleverd: *“Higher average inflation, and thus higher nominal interest rates to start with, would have made it possible to cut interest rates more, thereby probably reducing the drop in output and the deterioration of fiscal position.”*⁷¹

Critici van dit voorstel stellen dat het verhogen van de inflatiedoelstelling de geloofwaardigheid van centrale banken ondergraaft om prijsstabiliteit te garanderen. Meer nog, een inflatiegraad van vier procent zou te ver verwijderd zijn van wat de bevolking verstaat onder ‘prijsstabiliteit’. Strikt gezien kan men echter argumenteren dat de periode van te lage inflatie eveneens problematische gevolgen heeft voor de geloofwaardigheid van centrale banken om hun mandaat te realiseren. Vanuit economisch oogpunt is bovendien vooral een excessieve en onvoorspelbare volatiliteit in inflatie een probleem: het blijkt heel moeilijk om aan te tonen dat hoge inflatie op lange termijn negatieve gevolgen heeft voor economische groei; enkel bij hyperinflatie boven de 10 en zeker 20 procent kan men deze negatieve gevolgen vaststellen.⁷²

Desalniettemin prefereren sommige economen en beleidsmakers – onder wie Ben Bernanke – om tegemoet te komen aan eventuele zorgen over het gebrek aan ‘prijsstabiliteit’ dat gepaard zou gaan met een verdubbeling van de inflatiedoelstelling. Om het probleem van de ZLB aan te pakken stellen ze voor dat centrale banken hun focus verleggen van een inflatiedoelstelling naar een prijspeildoelstelling: in plaats van een bepaalde inflatiegraad voorop te stellen, zouden centrale banken hun monetair beleid richten op de langetermijnevolutie van het algemeen prijspeil. Indien centrale banken een jaarlijkse groei van bijvoorbeeld twee procent in het algemeen prijspeil voor ogen houden, zullen ze periodes van een lagere inflatie (bijvoorbeeld onder de één procent) later moeten compenseren door toe te laten dat inflatie voor een bepaalde periode hoger ligt dan twee procent (bijvoorbeeld boven de drie procent). Met andere woorden, een prijspeildoelstelling is een meer symmetrische benadering van prijsstabiliteit dan een inflatiedoelstelling:

*The principal difference between price-level targeting and conventional inflation targeting is the treatment of “bygones.” An inflation-targeter can “look through” a temporary change in the inflation rate so long as inflation returns to target after a time. By ignoring past misses of the target, an inflation targeter lets “bygones be bygones”. A price-level targeter, by contrast, commits to reversing temporary deviations of inflation from target, by following a temporary surge in inflation with a period of inflation below target; and an episode of low inflation with a period of inflation above target.*⁷³

Een vermeend voordeel van deze nieuwe doelstelling is dat bij succesvolle implementatie inflatieverwachtingen van gezinnen en bedrijven in tijden van economische recessie en deflatie de hoogte in zouden worden gedreven en op die manier werken als ‘automatische stabilisatoren’. Tijdens een economische neerval en daling in de actuele inflatie, zouden gezinnen en bedrijven onmiddellijk uitgaan van een hogere inflatie in de toekomst en zullen de reële rentevoeten (gedefinieerd als nominale rentevoeten min de verwachte inflatie) gemakkelijk kunnen dalen. Hierdoor zouden de private consumptie en investeringen automatisch worden gestimuleerd.⁷⁴

Een alternatief en veel besproken voorstel is ook gebaseerd op het verankeren van hogere inflatieverwachtingen tijdens economische recessies: de nominale bbp-doelstelling. In tegenstelling tot de prijspeildoelstelling richten centrale banken hun monetaire pijlen op een graduele groei van de totale nominale bestedingen (of het nominale inkomen) in de economie in plaats van op het prijspeil. Dit voorstel is gebaseerd op de vaststelling dat het reële bbp tijdelijk kan afwijken van haar langetermijntrend als gevolg van schokken in de geaggregeerde vraag; aangezien de reële economische groei van het bbp gelijk is aan de nominale groei gecorrigeerd voor de inflatie, kan men een nominale bbp-doelstelling vastleggen die

consistent is met een langetermijninflatie van 2 procent: “*If the long-run trend rate of growth in the economy is 3 percent, then a nominal GDP growth target of 5 percent will deliver the same long-run rates of inflation as a 2 percent inflation target.*”⁷⁵ Wanneer na een economische schok de reële bestedingen dalen (en de werkloosheid stijgt) zal de centrale bank alles in het werk moeten stellen om de inflatie en/of de nominale bestedingen op te drijven en zo de nominale bnp-doelstelling te realiseren. Indien de geloofwaardigheid van de centrale bank om deze nominale bnp-doelstelling te realiseren stevig is verankerd, zullen inflatieverwachtingen van de gezinnen en bedrijven zich tijdens een recessie automatisch aanpassen en hun nominale bestedingen (consumptie en investeringen) opdrijven. Een nominale bnp-doelstelling zou volgens voorstanders een meer gebalanceerde benadering van monetair beleid opleveren, waarbij de centrale bank rekening moet houden met de impact van haar maatregelen op zowel de inflatie als de tewerkstelling en hierbij de belangen van zowel netto-spaarders als netto-ontleners op een meer evenwichtige manier zou behartigen. Dat verklaart mogelijk waarom zowel ‘rechtse’ als ‘linkse’ economen dit voorstel genegen zijn.⁷⁶

Hoe interessant deze voorstellen voor mandaatwijzigingen ook mogen zijn, het valt te betwijfelen of centrale banken deze doelstellingen ook effectief kunnen realiseren met hun conventionele beleidsinstrumenten – eventueel aangevuld met ‘onconventionele’ maatregelen zoals QE. Het is bijvoorbeeld weinig geloofwaardig dat centrale banken een inflatiedoelstelling van vier procent kunnen verwezenlijken wanneer ze ondanks biljoenen dollars en euro’s aan QE er nog niet in geslaagd zijn hun doelstelling van twee procent te halen. Bovendien lijken de voorstellen al te veel gebaseerd op de veronderstelling van de ‘nieuwe monetaire consensus’ dat economische stabilisatie enkel de verantwoordelijkheid is van de centrale bank en haar monetair beleid. Deze veronderstelling druist in tegen de vaststelling dat de economie in een diepgaande recessie kan verzeild geraken in een liquiditeitsval, waarbij een daling in reële rentevoeten weinig of geen invloed meer heeft op de private bestedingen van de gezinnen en bedrijven. Het lijkt er soms op dat voorstanders van de hierboven besproken mandaatwijzigingen deze nieuwe doelstellingen zien als een technocratische ‘fix’ die op een magische manier het vertrouwen van gezinnen en bedrijven in de economie en in de effectiviteit van monetair beleid zal kunnen herstellen. Om deze nieuwe doelstellingen ook effectief te kunnen realiseren zal echter meer coördinatie tussen budgettair en monetair beleid noodzakelijk zijn.⁷⁷ Met andere woorden, ook een herziening van het instrumentarium van centrale banken is vereist.

Herziening van het instrumentarium: ‘QE for the people’

In essentie beschikt de overheid over twee verschillende instrumenten of manieren om de economie te stimuleren in een recessie: via het voeren van een expansief budgettair beleid (door belastingen te verlagen en/of meer uit te geven) of via het voeren van een soepel monetair beleid (verlagen van de interestvoeten). In het voorgaande leerden we reeds dat het eerste instrument (budgettair beleid) in de nasleep van de grote financiële crisis echter ‘geblokkeerd’ werd door een overtrokken en schadelijke nadruk op besparingen, terwijl het tweede instrument al snel ineffectief werd door het bereiken van de nultgrens. Om de economie alsnog uit het slop te trekken, schakelden de centrale banken op dat moment over op onconventionele maatregelen; in zowel de VS, het VK en uiteindelijk ook de eurozone betekende dat experimenteren met QE.

We moeten daarbij vaststellen dat andere potentiële instrumenten nauwelijks onderzocht werden. Nochtans is er één idee dat over de klassieke ideologische scheidslijnen heen wordt voorgesteld als meest effectieve instrument om een economie die zich in een liquiditeitsval bevindt of flirt met een deflatiespiraal opnieuw te stimuleren: het rechtstreeks overmaken van extra geld aan burgers, bedrijven en/of de overheid. Het idee is in recente tijden bekend gaan staan als *QE for the people* (of: kwantitatieve versoepeling voor het volk), maar de wortels van het idee vinden we reeds terug in de geschriften van zowel John Maynard Keynes als in die van Milton Friedman. In zijn *General Theory of Employment, Interest, and Money*, verschenen in 1936, opperde Keynes het provocatieve idee om centrale banken geld in flessen te laten begraven in oude koolmijnen en die te laten opgraven door vooraf gekozen bedrijven.⁷⁸ Friedman beschreef in 1969, in zijn *The Optimum Quantity of Money*, dan weer een gedachte-experiment waarbij met helikopters rechtstreeks geld aan burgers gedropt zou worden.⁷⁹

In zijn moderne versie kent het idee van ‘*QE for the people*’ (QE4P) dan ook twee varianten die min of meer terug te leiden zijn tot de beide ‘grondleggers’ van het idee: 1) monetaire financiering van overheids-schuld, en 2) directe monetaire transfers naar huishoudens. In de eerste variant drukt de centrale bank extra geld en maakt dit over aan de overheid of een overheidsinstelling (zoals een nationale investerings- of ontwikkelingsbank). Die overheid of overheidsinstelling injecteert het geld vervolgens rechtstreeks in de economie. Adair Turner, lector aan de London School of Economics en voormalig voorzitter van de *Financial Services Authority* in het Verenigd Koninkrijk, omschrijft openlijke monetaire financiering (OMF) daarom als volgt: “*running a fiscal deficit (or a higher deficit than would otherwise be the case) which is not financed by the issue of interest-bearing debt, but by an increase in the monetary base [...]*”.⁸⁰ OMF laat staten met andere woorden toe om een expansief budgettaire beleid te voeren zonder dat daarbij een extra schuld moet gecreëerd worden die in latere instantie met extra belastingen moet afgelost worden. Het verschil met het klassieke expansieve budgettaire beleid zit hem dus in het feit dat er geen zogenaamde Ricardiaanse equivalentie-effecten zullen optreden: actoren met rationele verwachtingen zullen de extra koopkracht niet opsparen omdat ze stijgende belastingen in de toekomst verwachten maar wel degelijk besteden aan consumptieve bestedingen.⁸¹ Vanwege de afwezigheid van een extra publieke schuldenlast, zal de impuls die uitgaat van OMF dus groter zijn dan diegene die uitgaat van klassieke deficitaire uitgaven.

Een ander belangrijk voordeel van OMF is dat de bestemming van het nieuwe gecreëerde geld bepaald wordt door een overheid of overheidsinstelling, waardoor de uitgaven uiteindelijk onder democratische controle blijven. Bovendien is op die manier extra sturing nodig en kan het extra geld op een productieve en coherente manier ingezet worden. OMF opent met andere woorden de deur naar meer coördinatie tussen overheid en centrale bank. Dit is nuttig niet enkel om te voorkomen dat het budgettaire en monetaire beleid elkaar tegenwerken zoals in de nasleep van de crisis, maar evenzeer om meer coherentie tussen verschillende beleidsdomeinen en -doelstellingen te verzekeren. Het extra geld gecreëerd door de centrale bank zou bijvoorbeeld gebruikt kunnen worden om een ‘*Green New Deal*’ te financieren of andere broodnodige investeringen te ondersteunen die onze economie op een duurzamer pad moeten brengen. OMF schept dus onder meer de opportuniteit om het macro-economisch en klimaatbeleid beter te verzoenen.⁸²

Toch blijft OMF in de eurozone omwille van zowel ideologische als praktische redenen een taboe. In de eerste plaats blijft, onder invloed van het strenge Duitse ordoliberalistische gedachtegoed, geld bijdrukken om staatsschulden te financieren gezien worden als een ernstige morele zonde. Die invloed laat zich ook gelden in de Europese verdragen: het is de ECB, die gecreëerd is naar het evenbeeld van de Duitse Bundesbank, door middel van het Verdrag van Maastricht expliciet verboden om aan monetaire financiering te doen. Ook overdrachten van geld aan bijvoorbeeld de Europese Investeringsbank worden hierdoor uitgesloten.⁸³ Die specifieke institutionele context maakt dat de tweede variant van QE4P allicht verteerbaarder is en meer kans maakt om ooit ingezet te worden in de eurozone.

Bij de tweede variant, directe monetaire transfers (ook bekend als *helikoptergeld*), creëert de centrale bank extra geld en verdeelt ze dit onder alle EU-burgers. Ze zou daarbij ook gericht te werk kunnen gaan en niet aan alle EU-burgers extra geld schenken, maar enkel aan de gezinnen met een lager inkomen. Omdat hun marginale bereidheid tot consumeren hoger ligt, zullen zij ook een groter deel van het ontvangen geld onmiddellijk terug in de economie injecteren. Een extra voordeel bij een dergelijke ingreep zou bovendien zijn dat het een remedie vormt voor de groeiende inkomens- en welvaartsongelijkheid van de laatste jaren. Er zijn grofweg twee manieren waarop de centrale bank het extra gecreëerde geld zou kunnen overmaken aan gezinnen: ofwel het rechtstreeks storten op hun bankrekening, ofwel werken met een soort bonnen- of chequessysteem (denk bijvoorbeeld aan onze maaltijd- of ecocheques). Op die manier valt er tevens een eindtermijn te zetten op het extra beschikbare geld en kunnen gezinnen bijkomend gemotiveerd worden tot consumptieve bestedingen of investeringen.

Belangrijk om op te merken is dat in beide gevallen de ‘verruiming’ van de balans van de centrale bank niet tijdelijk maar permanent is. Er staat dus niets tegenover; anders dan bij QE worden er geen obligaties of andere activa opgekocht die na verloop van tijd terug op de markt gebracht en verkocht kunnen worden. In tegenstelling tot de klassieke QE volgt er achteraf dus geen ‘opkuisactie’ om de balans terug af te slanken.

Dit maakt QE4P ook een erg flexibel instrument: het kan vlot ingezet worden en vermijdt de negatieve omkeringseffecten die gepaard gaan met de klassieke exit-strategie die hierboven reeds besproken werden. Ook het gevaar de schuldgedreven economie verder te voeden wordt op deze manier vermeden: de geaggregeerde vraag wordt aangewakkerd zonder dat consumenten hiervoor nieuwe schulden moeten aangaan. Dit betekent niet enkel een economisch maar ook een politiek-strategisch voordeel: waar de ECB zich momenteel als lid van de troika opwerpt als boze rentmeester en vooral woede en afkeer opwekt jegens de EU en haar instellingen, schept QE4P de mogelijkheid om een ander gelaat te tonen.

Als we dan kijken naar de effecten van QE4P op de indicatoren zoals we die ook bij het klassieke QE-instrument behandelden, komen we tot een volgende vergelijking:

- **Effecten op inflatie:** Critici werpen op dat permanente geldverruiming onherroepelijk tot forse inflatieopstoten moet leiden. Het gaat hier echter om een innovatie in de instrumenten zonder dat daarbij de consensus en het huidige kader radicaal in vraag moeten worden gesteld. Bij de injectie van te veel geld kunnen centrale banken dus nog steeds terugvallen op een verhoging van de interestvoeten om eventuele inflatie-effecten in te tomen. Bovendien is de inflatie de voorbije jaren hardnekkig laag gebleven, onder meer door de neerwaartse druk op de lonen, waardoor scenario's van hyperinflatie zeer onwaarschijnlijk zouden zijn. Daarnaast ondergraaft ook de hogere graad van efficiëntie in het aanzwengelen van economische groei (zie onder) de vrees voor hyperinflatie, aangezien de centrale bank zijn balans minder uitgesproken zal moeten aandikken dan vandaag het geval is bij het klassieke QE-instrument.

- **Effecten op centralebankonafhankelijkheid:** QE4P slaagt erin een brug slaan tussen budgettaire en monetair beleid, ook in tijden waarin budgettaire beleid vanwege een zware schuldenlast buitenspel wordt gezet. Nochtans blijft het budgettaire beleid een van de krachtigste wapens van het instrumentarium. Zoals de rest van het rapport duidelijke maakte, is meer overeenstemming tussen de budgettaire overheid en de monetaire overheid een *conditio sine qua non* om op krachtdadige en doeltreffende manier een recessie te bestrijden. Toch dient men de onafhankelijkheid van centrale banken niet overboord te gooien: de centrale bank blijft ook in dit geval over instrumentele onafhankelijkheid beschikken. Het is met andere woorden de centrale bank die QE4P moet initiëren en dit zal doen op basis van eigen afwegingen. Het risico op budgettaire dominantie blijft zo beperkt. Bovendien verkleint ook het gevaar op financiële dominantie: aangezien het transmissiekanaal rechtstreeks is en niet via de financiële markten loopt, zullen centrale banken voor de transmissie van hun beleid minder afhankelijk worden van private banken en financiële markten.

- **Effecten op financiële instabiliteit:** QE4P slaagt erin om de geaggregeerde vraag (consumptie en investeringen) op peil te houden zonder de schulden van overheden, bedrijven of huishoudens verder op te drijven. In de nasleep van een schuldencrisis die net ontstaan is door de opbouw van private kredieten is dat verre van onbelangrijk. Het stelt burgers en bedrijven met andere woorden in staat om de schuldgraad van hun balans te verlagen (*deleveraging*) zonder dat dit gepaard moet gaan met de nefaste effecten van de gebruikelijke contractie in consumptie en investeringen. Ook het feit dat de stimulans hier rechtstreeks verloopt en niet via de inflatie van activaprijzen, maakt de kans op nieuwe zeepbellen en financiële instabiliteit veel kleiner.

- **Effecten op ongelijkheid:** QE in de klassieke zin zal welvaartseffecten trachten te generen die grotendeels via activa-inflatie verlopen. Dat betekent dat voornamelijk bezitters van financiële activa de stimulus zullen ondervinden, met een stijgende vermogensongelijkheid tot gevolg. Het bezit van financiële en economische activa is immers erg ongelijk verdeeld over de bevolking. QE in de klassieke zin veronderstelt daarbij dat de gestegen welvaart zal neerdalen (*trickle-down*) en positieve effecten zal hebben voor de bredere macro-economische omgeving. Heterodoxe economen uit voornamelijk (post-)Keynesiaanse hoek wijzen er evenwel al jaren op dat het economisch efficiënter is om de stimulusmaatregelen vooral te richten naar lagere klassen, omdat hun consumptiebereidheid hoger ligt. QE4P laat toe om het extra geld dat de centrale bank bijdrukt gerichter te verdelen onder lagere inkomensgroepen om zo van onderuit de

economie een sterke boost te kunnen geven. Een dergelijke gerichte stimulans zou zo ook een neerwaartse druk kunnen leggen op de inkomens- en vermogensongelijkheid, die de recente jaren in heel wat landen net fors is toegenomen.

- **Effecten op economische groei:** Eén van de grootste voordelen van QE4P is dat het de onnodige ‘tussenpersonen’ er tussenuit knipt en het op die manier de indirecte transmissie van het welvaartseffect vermijdt.⁸⁴ De omweg langs de financiële markten wordt met andere woorden vermeden door de extra liquiditeit rechtstreeks in de markt voor arbeid, diensten en goederen (lees: de ‘reële economie’) te gieten. Anders dan bij de klassieke QE moet hier geen financiële intermediatie door commerciële banken plaatsvinden, of een omweg gemaakt worden via het aanblazen van activaprijzen, waardoor de stimulans meer direct en gericht kan plaatsvinden. Die kunstgrepen maken dat QE in de klassieke zin een eerder dure en inefficiënte manier is om de economie te stimuleren. Omwille van verschillende redenen zal bij het klassieke QE-instrument slechts een gering deel van de oorspronkelijke injectie zijn weg vinden naar de reële economie en zal de impact op de geaggregeerde vraag dus eerder klein blijven. Zowel Mark Blyth & Eric Lonergan als John Muellbauer trekken uit vergelijkend onderzoek bijgevolg de conclusie dat QE4P een veel kleinere initiële injectie van extra geld zou vereisen om de economie terug op stoom te brengen.⁸⁵ Blyth & Lonergan wijzen daarbij op een injectie in de grootteorde van 2 tot 5% van het bbp, terwijl centrale banken nu reeds voor zo’n 20% van het bbp staats- en bedrijfsobligaties hebben opgekocht via het klassieke QE-instrument.

Omwille van de directe en onmiddellijke impact op de geaggregeerde vraag is QE4P bovendien een beter antwoord op de mogelijke uitdagingen van seculiere stagnatie. Alle grondoorzaken die tot de hogere spaardrang en lagere investeringsdrang leiden – vergrijzing, toenemende ongelijkheid, groei van de digitale economie, toenemende marktconcentratie en vrees voor nieuwe financiële crisissen – zullen ook de komende jaren een rem op de economische groei blijven zetten.

Kortom: Als centrale banken en overheden een nieuwe crisis in de toekomst kordater willen aanpakken dan de huidige, lijkt het ons cruciaal om na te denken over nieuwe instrumenten en QE4P in één of andere vorm deel te laten uitmaken van de conventionele gereedschapskist. De redenen waarom worden mooi samengevat door Mark Blyth & Eric Lonergan:

Unless one subscribes to the view that recessions are either therapeutic or deserved, there is no reason governments should not try to end them if they can, and cash transfers are a uniquely effective way of doing so. For one thing, they would quickly increase spending, and central banks could implement them instantaneously, unlike infrastructure spending or changes to the tax code, which typically require legislation. And in contrast to interest-rate cuts, cash transfers would affect demand directly, without the side effects of distorting financial markets and asset prices. They would also help to address inequality.

Conclusies en lessen voor de toekomst

Een eerste belangrijke conclusie die uit het rapport naar voren komt is dat monetair beleid altijd door en door politiek is geweest. We zien dat na de crisis het beleid van centrale banken sterker gepolitiseerd raakt omwille van de ingrijpende effecten van de genomen onconventionele maatregelen. Maar ook voordien werden politieke keuzes gemaakt; keuzes die bovendien mee aanleiding gaven tot het ontstaan van de financiële crisis. Zo voedde het nastreven van lage inflatie een trend van loonstagnatie en toenemende ongelijkheid die mee aan de basis van het ontstaan ligt van de kredietzeepbel. Die vaststelling maakt een *business-as-usual* scenario onmogelijk en zou beleidsmakers en centrale bankiers moeten aanzetten tot een meer fundamentele introspectie over de toekomst van monetair beleid.

Ook het antwoord op de crisis roept vragen op betreffende de toekomst van monetair beleid. De centrale vraag die daarbij naar voren komt is: hebben centrale banken te veel of net te weinig gedaan om de crisis in te dammen? Door de uitschakeling of afwezigheid van andere macro-economische beleidsinstrumenten was een reactie door de centrale banken absoluut noodzakelijk om een deflatiesituatie te vermijden. Toch kunnen er vragen gesteld worden bij de exacte manier waarop er gereageerd is: we stellen vast dat ondanks de vele miljarden extra geld die via kwantitatieve verruiming (QE) in de economie gepompt werden de kerninflatie niet te hoog wordt maar net te laag blijft. Dit wijst duidelijk op de gebrekkige effectiviteit van QE om de economische groei opnieuw aan te zwengelen. Die gebrekkige effectiviteit kent vele oorzaken (die hierboven ook behandeld werden), maar een belangrijke verklaring ligt in het feit dat QE werd tegen-gerwerkt door een besparingsbeleid dat het vertrouwen van bedrijven en consumenten verder ondermijnde. Een belangrijke les is dan ook dat een betere afstemming van monetair en budgettair beleid noodzakelijk is om tot een stabiele en meer optimale macro-economische uitkomst te komen. Het verloop van de crisis leert ons met andere woorden dat een te strikte scheiding tussen deze twee pijlers van macro-economisch beleid tot een suboptimale uitkomst leidt.

Onze zoektocht naar alternatieven leidt ons in de eerste plaats naar het inzetten van een contra-cyclisch begrotingsbeleid (aangevuld met expansieve maatregelen door de centrale bank). Toch sluiten we bij een volgende crisis eenzelfde reactie niet uit; de absolute staatsschuld is nauwelijks gedaald (en zelfs gestegen als gevolg van contraproductieve besparingen), waardoor een roep naar het terugdringen van die staatsschulden, ook in een recessie, opnieuw de kop zal opsteken.

Dit doet ons bijgevolg uitkomen bij de tweede beste optie, waarbij monetair beleid het zware werk verricht maar in een meer gecoördineerde aanpak met het begrotingsbeleid, zodat beide macro-economische hefboomen elkaar niet langer tegenwerken. Die tweede optie zou neerkomen op openlijke monetaire financiering van overheidsschuld (OMF) waarbij een centrale bank extra geld schept en dit overmaakt aan een regering of regeringsinstelling die het dan gericht kan investeren. Binnen de eurozone zou dit echter een verdragswijziging vereisen die bovendien door alle lidstaten zou moet worden goedgekeurd en geratificeerd. Vanwege de grote tegenkanting die nog steeds bij verschillende lidstaten hieromtrent heerst, achten we ook deze optie weinig plausibel naar een volgende crisis toe.

Al die bezwaren brengen ons uiteindelijk bij een derde alternatief: helikoptergeld. In dit geval schept de centrale bank extra geld en verdeelt dit rechtstreeks onder de huishoudens. Dit maakt de stimulans erg gericht en effectief. Bovendien is de kans op het aanwakkeren van nieuwe vormen van financiële instabiliteit ook kleiner in vergelijking met het klassieke QE-instrument. Als het tenslotte gericht wordt ingezet kan het ook een remedie zijn voor de groeiende ongelijkheidskloof.

Eindnoten

1. Sommige voorstanders van de nominale bbp-doelstelling, zoals John Quiggin, zijn zich hier wel degelijk van bewust: “*In an effective system of nominal GDP targeting, central banks would be required to cooperate with pro-growth fiscal policy instead of seeking to counteract it in the name of inflation targets. This in turn would entail a change in the nature of central bank independence.*” Cf. J. Quiggin (2010), *Zombie Economics: How Dead Ideas Still Walk Among Us*. Princeton: Princeton University Press, p. 236.
2. G20 (2009), ‘London Summit: Leaders’ Statement.’ 2 april 2009.
3. Alesina & Ardagna (2010), ‘Large Changes in Fiscal Policy: Taxes versus Spending.’ *Tax Policy and the Economy* No. 24, pp. 35-68.
4. M. Goodfriend (2007), ‘How the World Achieved Consensus on Monetary Policy.’ *NBER Working Paper* Nr. 13580, retrieved from: <http://www.nber.org/papers/w13580.pdf>.
5. C. Borio (2014), ‘Central Banking Post-Crisis: What Compass for Uncharted Waters?’ In: Goodhart, Gabor, Vestergaard & Ertürk (ed.), *Central banking at a Crossroads. Europe and Beyond*. pp. 191-228.
6. F. Mishkin (2011), ‘How Should Central Banks Respond to Asset-Price Bubbles? The ‘Lean’ versus ‘Clean’ Debate After the GFC.’ *RBA Bulletin*, Reserve Bank of Australia, pp. 59-70.
7. Alan Greenspan was van 1987 tot 2006 voorzitter van de Federal Reserve en een uitgesproken voorstander van het niet vroegtijdig afsnoeren van potentiële zeepbellen. Zie: A. Greenspan (2002), ‘Opening Remarks.’ In: *Rethinking Stabilization Policy*. A symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Kansas City, pp. 1-10.
8. D.W. Drezner & K.R. McNamara (2013), ‘International Political Economy, Global Financial Orders and the 2008 Financial Crisis.’ *Perspective on Politics*, 11(1), p. 158.
9. R. Lucas (2003), ‘Macroeconomic Priorities.’ *American Economic Review* (93), p. 1.
10. Geciteerd in: J.W. Mason (2016), ‘The FED doesn’t work for you.’ *Jacobin* (29), beschikbaar op: <https://www.jacobinmag.com/2016/01/federal-reserve-interest-rate-increase-janet-yellen-inflation-unemployment/>
11. J. Ferguson (1994), *The Anti-Politics Machine: “Development”, Depoliticization, and Bureaucratic State Power in Lesotho*. London: University of Minnesota Press.
12. J. Kirshner (2003), ‘Money Is Politics.’ *Review of International Political Economy* 10(4), pp. 645-660.
13. W. Korpi (2002), ‘The Great Trough in Unemployment: a Long-term View of Unemployment, Inflation, Strikes, and the Profit/Wage Ratio.’ *Politics & Society* 30(3); H. Hung & D. Thompson (2016), ‘Money Supply, Class Power, and Inflation: Monetarism Reassessed.’ *American Sociological Review* 81(3); E. Bengtsson & M. Ryner (2013), ‘The (International) Political Economy of Falling Wage Shares: Situating working-class agency.’ *New Political Economy* 15(3).
14. M. Kalecki (1943), ‘Political Aspects of Full Employment.’ *The Political Quarterly* 14(4).
15. Hierbij wordt vaak verwezen naar de volgende uitspraak van Sir Alan Bud, de belangrijkste economisch adviseur van Margareth Thatcher: “*The Thatcher government never believed for a moment that [monetarism] was the correct way to bring down inflation. They did, however, see that this would be a very good way to raise unemployment. And raising unemployment was an extremely desirable way of reducing the strength of the working classes ... What was engineered – in Marxist terms – was a crisis of capitalism which recreated the reserve army of labor, and has allowed the capital-ists to make high profits ever since.*” Zie <https://www.youtube.com/watch?v=sdZp5iw-Ueo>.
16. G. Argitis (2008), ‘Inflation targeting and Keynes’s political economy.’ *Journal of Post Keynesian Economics* 31(2), pp. 249-270; G. Epstein (1992), ‘Political economy and comparative central banking.’ *Review of Radical Political Economics* 24(1); G. Epstein & A. Jayadev (2005), ‘The rise of rentier incomes in OECD countries: financialization, central bank policy and labor solidarity.’ In: G. Epstein (ed.) *Financialization and the World Economy*. Edward Elgar Publishing; J. Kirshner (2000), ‘The Political Economy of Low Inflation.’ *Journal of Economic Surveys* 15(1).

17. A. Blinder (1998), *Central Banking in Theory and Practice*. London: MIT Press, pp. 60-62
18. A. Posen (1995), 'Declarations Are Not Enough: Financial Sector Sources of Central Bank Independence.' *NBER Macroeconomics Annual* 10.
19. B. Braun (2018), 'Central Banking and the Infrastructural Power of Finance: the case of ECB support for repo and securitization markets.' *Socio-Economic Review* 0 (0), pp. 1-24.
20. F.S. Mishkin (2012), 'Central Banking after The Crisis.' Paper prepared for the 16th annual conference of the Central Bank of Chile. Geraadpleegd op: <https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/papers/12chile.pdf>.
21. H. Minsky (1992), 'The Financial Instability Hypothesis.' *Levy Economics Institute Working Paper* No. 74. Geraadpleegd op: <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp74.pdf>
22. Binnen de LTRO's werd de termijn voor het aanhouden van het bij de centrale bank geleende geld opgetrokken van maximaal drie maanden naar een periode van drie tot vier jaar.
23. M. McLeay, M. Radia, & R. Thomas (2014), 'Money creation in the modern economy.' *Quarterly Bulletin of the Bank of England* Q1, p. 14. De auteurs van deze veel besproken analyse zijn drie economen van de Monetary Analysis Directorate van de Bank of England.
24. L. Andor (2014), 'Re-Doscovering the Phillips Curve.' *VoxEU.org*, 1 oktober. 2014
25. M. Feldstein (2009), 'Inflation is Looming on Amercia's Horizon.' *Financial Times*, 19 april 2009.
26. Enkel Spanje had gemiddeld een zeer licht tekort van 0.14% van het BBP tussen 2015 en 2018.
27. J. De Haan & S. Eiffinger (2016), 'The Politics of Central Bank Independence.' *DNB Working Paper* No. 539.
28. Zie <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.pr180222.en.html>.
29. Het gaat hierbij specifiek om artikel 123 en artikel 125 ("no bailout"-clausule) van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie.
30. Bijvoorbeeld, bij wanbetaling door de Italiaanse regering zou het Italiaans schatkistpapier op de balans van de ECB waardeloos worden en moet de ECB via een kapitaalinjectie van alle lidstaten haar eigen vermogen aanzuiveren. Dit leidt tot een fiscale transfer naar de Italiaanse overheid.
31. Voor een overzicht van deze juridische aantijgingen en de ermee gepaard gaande problemen voor de democratische legitimiteit van de ECB, zie A. Högenauer & D. Howarth (2016), 'Unconventional Monetary Policies and the European Central Bank's Problematic Democratic Legitimacy.' *Journal of Public Law/ Zeitschrift für öffentliches Recht* 71(2), pp. 425-448.
32. Uiteraard ontkennen we hiermee niet dat de meeste eurolanden nog steeds een begrotingstekort hebben. Maar indien we kijken naar de evolutie van het primaire begrotingssaldo (zonder rente-aflossingen op de staatsschuld) en niet louter naar de totale schuldgraad (die vooral een gevolg is van beleidsbeslissingen in het verleden), is het duidelijk dat de meeste lidstaten wel degelijk de voorkeur hebben gegeven aan besparingen i.p.v. van extra uitgaven (ondanks de gunstige rentestanden).
33. <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140822.en.html>.
34. Voor de volledige Ierse brief, zie: <https://www.ecb.europa.eu/press/html/irish-letters.en.html>. Voor een samenvatting van de Spaanse brief, zie: <https://openeurope.org.uk/today/blog/ecb-letter-set-spain-economic-policy/>
35. Voor de volledige Italiaanse brief, zie: https://www.corriere.it/economia/11_settembre_29/trichet_draghi_inglese_304a5f1e-ea59-11e0-ae06-4da866778017.shtml?fr=correlati
36. Citaat van Sander Loones: <https://www.sanderloones.eu/nieuws/super-mario-master-of-the-universe-0>.
37. ECB (2010) *Convergence Report*. Frankfurt: European Central Bank, pp. 21-22.

38. P. De Grauwe (2013), 'The European Central Bank as Lender of Last Resort in the Government Bond Markets.' *CESifo Economic Studies* 59(3), pp. 520–535.
39. Studies die de gevolgen van negatief kapitaal voor het monetair beleid empirisch hebben onderzocht, kwamen tot de vaststelling dat dit kan leiden tot een expansiever monetair beleid en een hoger inflatiepeil. In die zin zou negatief kapitaal zelfs nuttig kunnen zijn om de inflatie dichterbij de 2%-doelstelling te duwen. Hoewel negatief kapitaal op lange termijn de geloofwaardigheid van de centrale bank kan ondergraven, gebeurt dit slechts in zeer uitzonderlijke omstandigheden (doorgaans ontwikkelingslanden). Voor een redelijk recent overzicht van de literatuur, zie S. Benecká, T. Holub, N. Kadlčáková, & I. Kubicová (2012), 'Does Central Bank Financial Strength Matter for Inflation? An Empirical Analysis.' *CNB Working Paper Series* 3/2012, Prague: Czech National Bank.
40. H. Pill & L. Reichlin (2017), 'Non-Standard Monetary Policy and Financial Stability: Developing an Appropriate Macrofinancial Policy Mix.' In: E. Jokivuolle & R. Tunaru (eds.), *Preparing for the Next Financial Crisis: Policies, Tools and Models*. Cambridge: Cambridge University Press, pp. 8-25
41. E.P. Caldentey (2017), 'Quantitative Easing (QE), Changes in Global Liquidity, and Financial Instability.' *International Journal of Political Economy* 46 (2-3), pp. 91-112.
42. I. Ertürk (2014), 'Reconceptualizing Central Bank Unconventional Policies: Longs Positions on No Growth Capitalism.' In: C. Goodhart, D. Gabor, J. Vestergaard & I. Ertürk, *Central Banking at a Crossroads*. Anthem Press: London, pp. 219-228; R. Fernandez, P. Bortz, N. Zeolla (2018), *The Politics of Quantitative Easing: A Critical Assessment of the Harmful Impact of European Monetary Policy on Developing Countries*. Amsterdam: SOMO.
43. Onderzoek op vraag van het Europees Parlement komt op basis van eigen inschattingen en methodologie tot de vaststelling dat het risico op de creatie van nieuwe zeepbellen in de huizen- en aandelenmarkten aanwezig maar eerder klein is. A.H. Hallett, S. Fiedler, S. Kooths, U. Stolzenburg, C. Blot, J. Creel, P. Hubert, F. Labondance, & X. Ragot (2017), *Extending Quantitative Easing: Are there additional risks for financial stability?*, Brussel: Publications Office of the European Union.
44. S. Lund, J. Woetzel, E. Windhagen, R. Dobbs, D. Goldshtein (2018), 'Rising Corporate Debt: Promise or Peril.' *McKinsey Global Institute Discussion Paper*, June 2018.
45. W. Lazonick (2018), 'Stock Buybacks Hurt Workers and the Economy. We Should Ban Them.' *Institute for New Economic Thinking*, 27 februari 2018. Zie <https://www.ineteconomics.org/perspectives/blog/congress-can-turn-the-republican-tax-cuts-into-new-middle-class-jobs>.
46. R. Atkins (2015), 'Will Share Buyback Craze Spread to Europe?' *Financial Times*, 28 mei 2015.
47. M. Hunter (2017), 'Zombie Companies keep ECB Policymakers Awake at Night.' *Financial Times*, 24 juli 2017. A.H. Hallett, S. Fiedler, S. Kooths, U. Stolzenburg, C. Blot, J. Creel, P. Hubert, F. Labondance, & X. Ragot (2017), *Extending Quantitative Easing: Are there additional risks for financial stability?*, Brussel: Publications Office of the European Union.
48. S. Lund, J. Woetzel, E. Windhagen, R. Dobbs, D. Goldshtein (2018), 'Rising Corporate Debt: Promise or Peril.' *McKinsey Global Institute Discussion Paper*, June 2018.
49. S. Lund, J. Woetzel, E. Windhagen, R. Dobbs, D. Goldshtein (2018), 'Rising Corporate Debt: Promise or Peril.' *McKinsey Global Institute Discussion Paper*, June 2018.
50. R. Fernandez, P. Bortz, N. Zeolla (2018), *The Politics of Quantitative Easing: A Critical Assessment of the Harmful Impact of European Monetary Policy on Developing Countries*. Amsterdam: SOMO.
51. P. Dietsch, F. Claveau, & C. Fontan (2018), *Do Central Banks Serve the People?* Cambridge: Polity Press, p. 71.
52. M. Kocherlakota (2018), 'The Fed Can't Drive Right Without Brakes.' *Bloomberg*, 24 januari 2018; M. Sandbu (2018), 'Central Bank Soul Searching.' *Financial Times*, 21 juni 2018.
53. A. Krueger (2018), 'Reflections on Dwindling Worker Bargaining Power and Monetary Policy.' Luncheon Address at the Jackson Hole Economic Symposium, 24 augustus 2018.

54. P. Bunn, A. Pugh, & C. Yeates (2018), 'The Distributional Impact of Monetary Policy Easing in the UK between 2008 and 2014.' *Staff Working Paper* No. 720; M. Ampudia, D. Georgarakos, J. Sclacalek, O. Tristani, P. Vermeulen, G. Violante (2018), 'Monetary Policy and Household Inequality.' *Working Paper* No. 2170.
55. J.A. Montecino, G. Epstein (2015), 'Did Quantitative Easing Increase Income Inequality?' *INET Working Paper* No. 28.
56. C. Fontan, F. Claveau, & P. Dietsch (2016), 'Central Banking and Inequalities: Taking off the Blinders.' *Politics, Philosophy & Economics* 15(4), pp. 319-357.
57. M. Sandbu (2018), 'The Devastating Cost of Central Banks' Caution.' *Financial Times*, 7 augustus 2018.
58. L. Sau (2018), 'Coping with Deflation and the Liquidity Trap in the Eurozone: A Post Keynesian approach.' *Journal of Post-Keynesian Economics*, forthcoming.
59. I. Ertürk (2016), 'Post-Crisis Central Bank Unconventional Policies and Financialised Transmission Channels.' *Foundation for European Progressive Studies, Finance and Inequality Project*, p. 7. Retrieved from: https://www.research.manchester.ac.uk/portal/files/51203791/erturk_cb_policies_and_financialisation_FEPS_study.pdf. Opnieuw zijn het niet alleen heterodoxe academici die hierop wijzen. Ook Andrew Haldane, hoofdeconoom bij de Bank of England, wees reeds in 2015 in een speech aan de Universiteit van Edinburg op de uitdagingen die de financialisering van de economie en het principe van aandeelhouderswinstmaximalisatie opwerpen voor efficiënt en effectief monetair beleid. Zie A. Haldane (2015), 'Who owns a company?' speech delivered at University of Edinburgh Corporate Finance Conference. Retrieved from: <https://www.bis.org/review/r150811a.pdf>.
60. G. Epstein (2005), 'Introduction: Financialization and the World Economy.' In: G. Epstein (ed.), *Financialization and the World Economy*. Cheltenham, UK: Edward Elgar, p. 3.
61. G. Krippner (2005), 'The Financialization of the American Economy.' *Socio-Economic Review* 3, p. 174.
62. J. Crotty (2005), 'The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and Impatient Finance on Nonfinancial Corporations in the Neoliberal Era.' *Review Of Radical Political Economics* 35 (3), pp. 271-279.
63. L. Summers (2018a), 'Secular Stagnation and Macroeconomic Policy.' *IMF Economic Review* 66, p. 245.
64. L. Summers (2018b), 'The Threat of Secular Stagnation has not gone away.' *Financial Times*, mei 2018. Retrieved from: <https://www.ft.com/content/aa76e2a8-4ef2-11e8-9471-a083af05aea7>.
65. Zie bijv. W. Carlin & D. Soskice (2018), 'Stagnant Productivity and Low Unemployment: Stuck in a Keynesian Equilibrium.' *Oxford Review of Economic Policy* 34(1-2), pp. 169-194; G. Eggertsson, N. Mehrotra & J. Robbins (2017), 'A Model of Secular Stagnation: Theory and Quantitative Evaluation.' *NBER Working Paper* No. 23093.
66. Zoals voormalig gouverneur van de Federal Reserve Ben Bernanke terecht opmerkt: "The inflation-centric rationale for CBI looks a bit outdated in a world in which inflation and nominal interest rates are too low, rather than too high; and in which politicians have criticized central banks for being too expansionary rather than not expansionary enough. Indeed, the same logic that holds that CBI is necessary to avoid excess inflation can be turned on its head, to imply that CBI is a barrier to the fiscal-monetary coordination needed to combat deflation." Zie B. Bernanke (2017), 'Monetary Policy in a New Era.' *Peterson Institute Conference on Rethinking Macroeconomic Policy*, Washington DC, 12-13 oktober, p. 8.
67. J. Yellen (2016), 'The Federal Reserve's Monetary Policy Toolkit: Past, Present, and Future.' *Designing Resilient Monetary Policy Frameworks for the Future*: a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming. Zie ook M.T. Kiley (2018), 'Quantitative Easing and the 'New Normal' in Monetary Policy.' *Finance and Economics Discussion Series*, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, D.C.
68. B. Bernanke (2016), 'Should the Fed keep its balance sheet large?' 2 september 2016. Zie <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2016/09/02/should-the-fed-keep-its-balance-sheet-large/>. Bernanke bespreekt in deze post de technische argumenten voor een permanent vergrote balans.

69. J. Krämer (2017), 'The ECB's inflation targeting policy is delusional.' *Handelsblatt GLOBAL*, 30 november 2017.
70. C. Borio (2014), 'Monetary Policy and Financial Stability: What Role in Prevention and Recovery?' *Capitalism and Society* 9(2); C. Borio (2016), 'Revisiting three intellectual pillars of monetary policy.' *The Cato Journal* 36(2); C. Borio & Zabai (2016), 'Unconventional Monetary Policies: a re-appraisal.' *BIS Working Papers* No. 570.
71. O. Blanchard, G. Dell'Ariccia & P. Mauro (2010), 'Rethinking Macroeconomic Policy.' *IMF Staff Position Note* SPN/10/03, p. 8.
72. Voor een metastudie van de economische literatuur over de gevolgen van inflatie, zie J. Kirshner (2000), 'The Political Economy of Low Inflation.' *Journal of Economic Surveys* 15(1).
73. B. Bernanke (2017), 'Monetary Policy in a New Era.' *Peterson Institute Conference on Rethinking Macroeconomic Policy*, Washington DC, 12-13 oktober 2017, p. 23. Zie ook J.C. Williams (2017), 'Preparing for the Next Storm: Reassessing Frameworks and Strategies in a Low R-star World.' *FRB Economic Letter* 2017-13: 1-8.
74. V. Gaspar, F. Smets, & D. Vestin (2007), 'Is the Time Ripe for Price Level Path Stability?' *ECB Working Paper* No. 818.
75. S. Sumner (2014), 'Nominal GDP Targeting: A Simple Rule to Improve Fed Performance.' *Cato Journal* 31(5), p. 324. Zie ook K.D. Sheedy (2014), 'Debt and Incomplete Financial Markets: A Case for Nominal GDP Targeting.' *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring 2014.
76. Aan de rechterzijde vinden we "marktmonetaristen" zoals Scott Sumner. Aan de linkerkant is de Australische econoom John Quiggin een prominente voorstander van de nominale bbp-doelstelling. Zie J. Quiggin (2010), *Zombie Economics: How Dead Ideas Still Walk Among Us*. Princeton: Princeton University Press.
77. Sommige voorstanders van de nominale bbp-doelstelling, zoals John Quiggin, zijn zich hier wel degelijk van bewust: "In an effective system of nominal GDP targeting, central banks would be required to cooperate with pro-growth fiscal policy instead of seeking to counteract it in the name of inflation targets. This in turn would entail a change in the nature of central bank independence." Zie J. Quiggin (2010), *Zombie Economics: How Dead Ideas Still Walk Among Us*. Princeton: Princeton University Press, p. 236.
78. Zie: "If the Treasury were to fill old bottles with banknotes, bury them at suitable depths in disused coalmines which are then filled up to the surface with town rubbish, and leave it to private enterprise on well-tryed principles of laissez-faire to dig the notes up again (the right to do so being obtained, of course, by tendering for leases of the note-bearing territory), there need be no more unemployment and, with the help of the repercussions, the real income of the community, and its capital wealth also, would probably become a good deal greater than it actually is. It would, indeed, be more sensible to build houses and the like; but if there are political and practical difficulties in the way of this, the above would be better than nothing." J.M. Keynes (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Chapter 10 (The Marginal Propensity to Consume and the Multiplier).
79. Zie: "Let us suppose now that one day a helicopter flies over this community and drops and additional \$1000 in bills from the sky, which is, off course, hastily collected by members of the community." M. Friedman (1969 [2015]), *The Optimum Quantity of Money*. London: Aldine Transaction, pp. 4-5.
80. A. Turner (2015), 'The Case for Monetary Finance – An Essentially Political Issue.' Paper presented at the 16th Jacques Polak Annual Research Conference hosted by the International Monetary Fund (IMF), Washington, DC, november 5-6 2015. Retrieved from: <https://www.imf.org/external/np/res/seminars/2015/arc/pdf/adair.pdf>.
81. B. Bossone (2016), 'Unconventional Monetary Policies Revisited (Part I).' In: W.J. Den Haan, *Quantitative Easing: Evolution of Economic Thinking as it Happened on Vox*. London: Centre For Economic Policy Research (CEPR), pp. 101-112.
82. Het huidige QE-beleid van de ECB druist in tegen de klimaatdoelstellingen door klimaatvervuilende bedrijven te bevoordelen. Dit is vooral een gevolg van het *Corporate Sector Purchase Programme* (CSPP), waarbij de ECB bedrijfsobligaties opkoopt die aan een aantal voorwaarden voldoen: ze moeten afkomstig zijn van

bedrijven die actief zijn in de Eurozone, het mag niet om financiële bedrijven of (semi-)publieke instelling gaan en de obligatie in kwestie moet een hoge rating of beoordeling van een erkende kredietbeoordelaar krijgen. Deze voorwaarden zijn niet triviaal: hoofdzakelijk grote multinationale ondernemingen financieren zichzelf via het uitgeven van obligaties met een hoge rating; KMO's zijn veelal afgesloten van de obligatiemarkten. Op die manier ondersteunt en verstevigt de ECB met haar opkoopprogramma de huidige marktstructuur die ze als 'gegeven' beschouwt. Op basis van 'sectorneutraliteit' koopt de ECB obligaties van de grootste Europese bedrijven met als uitkomst dat ongeveer 62,2% van de aankopen gesitueerd zijn in de industriële, elektriciteits- en gasnijverheidssectoren, die samen verantwoordelijk zijn voor 58,8% van de broeikasgasuitstoot, maar slechts 18% bijdragen aan het Europese BBP. De sector van hernieuwbare energie maakt slechts een klein aandeel uit van de Europese obligatiemarkten en komt daarom ook niet voor in de aankopen van de ECB. De ECB dreigt dus klimaatvervuilende sectoren te blijven ondersteunen ten koste van meer vernieuwende sectoren. Op die manier dreigt de ECB via haar opkoopprogramma op middellange termijn de kosten die gepaard gaan met de benodigde transitie naar een koolstofarme economie op te drijven in plaats van in te perken.

83. Artikel 123 van het Verdrag van Lissabon luidt: *“Overdraft facilities or any other type of credit facility with the European Central Bank or with the central banks of the Member States (hereinafter referred to as “national central banks”) in favour of Union institutions, bodies, offices or agencies, central governments, regional, local or other public authorities, other bodies governed by public law, or public undertakings of Member States shall be prohibited, as shall the purchase directly from them by the European Central Bank or national central banks of debt instruments.”*
84. P. Dietsch, F. Claveau, & C. Fontan (2018), *Do Central Banks Serve the People?* Cambridge: Polity Press.
85. M. Blyth & E. Lonergan (2014), 'Print Less but Transfer More: Why Central Banks Should Give More Money Directly to the People.' *Foreign Affairs*, N° 98, pp. 98-109.; J. Muellbauer (2016), 'Combatting Eurozone Deflation: QE for the People.' In: W.J. Den Haan, *Quantitative Easing: Evolution of Economic Thinking as it Happened on Vox*. London: Centre For Economic Policy Research (CEPR), pp. 163-173.



MINERVA
progressieve
denktank