

Zorgelijk gebrek aan alertheid bij centrale banken

Centrale banken reageren huiverig op inflatieschokken. Ze zijn altijd te langzaam en het beleid is te slap. Dat is de belangrijkste les die getrokken moet worden uit de recente periode, met voor het eerst sinds decennia weer extreem hoge inflatie. De huiver wordt veroorzaakt door de vrees dat hard ingrijpen tot financiële instabiliteit leidt. Maar die vrees is onterecht.

Door *Joost van Mierlo*

Dat stelt econoom Willem Buiten. De voormalige hoofdconoom van de Amerikaanse bank Citigroup volgt de economische ontwikkelingen als onafhankelijk adviseur nog altijd op de voet. En net als voorheen schroomt hij niet de vinger op de zere plek te leggen.

‘De rol van centrale banken zal de komende jaren alleen maar belangrijker worden,’ stelt Buiten. ‘Met een vergrijzende bevolking, hogere kosten voor gezondheidszorg en stijgende kosten voor defensie moeten overheden ofwel de belastingen verhogen, ofwel de uitgaven drastisch verlagen. Beide voor de hand liggende oplossingen zijn politiek onhaalbaar.’

Daardoor wordt de druk op centrale banken om de oplopende schuld te financieren groter. Die druk moet worden weerstaan. Een onafhankelijke centrale bank is belangrijker dan ooit. En dan het liefst een onafhankelijke centrale bank die sneller reageert op veranderende omstandigheden. Dat zorgt ervoor dat problemen sneller de kop worden ingedrukt.’

In een recent artikel verweet u banken achter de feiten aan te lopen. Waarom vindt u dat?
‘Het probleem is dat we de afgelopen jaren te maken

hebben gekregen met een veel hogere inflatie dan waar we aan gewend waren geraakt. Daar waren goede redenen voor, met de pandemie en de snel daaropvolgende oorlog in Oekraïne die voor een verstoring van de energiemarkt zorgde.

Het punt is dat centrale banken bij hun voorspellingen over de inflatieontwikkeling veel grotere fouten maakten dan in de afgelopen decennia. Begrijp me goed, de fouten werden niet alleen gemaakt door centrale banken. Bij reguliere banken en gespecialiseerde instellingen waren de voorspellingen misschien nog wel slechter, maar het is toch een feit dat het gevaar van inflatie aanvankelijk werd onderschat, terwijl het daarna juist werd overschat.’

Kunt u een voorbeeld geven?

‘Het was eind 2020 duidelijk dat de inflatie een probleem zou worden. Toch werd tot eind 2021 gewacht totdat de Bank of England, als eerste van de grote centrale banken, de rente verhoogde. De ECB deed dat zelfs pas een half jaar later. De renteverhogingen die werden doorgevoerd waren bovendien te slap. Daardoor kon de inflatie oplopen tot meer dan 10%.

Het was beter geweest als er sneller forsere rente-

‘De balansen van centrale banken zijn in de afgelopen jaren enorm opgerekt. Dat kan in de komende jaren nog voor aanzienlijke problemen gaan zorgen.’

CV

Willem Buiter



De in 1949 in Den Haag geboren Willem Buiter was hoogleraar aan diverse universiteiten, zoals de London School of Economics, Yale en Cambridge. Van 1997 tot 2000 maakte hij deel uit van het Beleidscomité van de Bank of England, dat verantwoordelijk was voor het rentebeleid. Van 2010 tot en met 2018 was Buiter Hoofdeconoom van Citigroup, aanvankelijk in Londen en later in New York, waar hij nog altijd woont.

verhogingen waren doorgevoerd. Dat zou de inflatie hebben gedrukt, waardoor er eerder renteverlagingen zouden kunnen worden doorgevoerd. Want ook daarin zijn centrale banken niet alert genoeg geweest. Neem de Fed. In officiële ramingen in juni vorig jaar werd uitgegaan van een inflatie die aan het eind van het jaar 3,9% zou bedragen, met een bandbreedte tussen 3,6% en 4,5%. De inflatie kwam uiteindelijk uit op 3,2% in Q4 2023 en op 2,9% in december 2023. Het was dus een overschatting van de inflatie die hoogst ongebruikelijk is.

Hoe verklaart u dat?

‘Ik denk dat centrale banken de verstoring van de bevoorradingslijnen als gevolg van de pandemie en de energiecrisis na de Russische invasie van Oekraïne hebben overschat. Er was natuurlijk wel sprake van een verstoring, maar er werd onvoldoende rekening mee gehouden dat die tijdelijk was. Marktpartijen pasten zich sneller aan de veranderde omstandigheden aan dan werd voorzien.’

De inflatie mag vorig jaar dan zijn overschat, maar deze blijkt toch hardnekkig, in ieder geval in de VS.

‘Ik had graag gezien dat de rente vanaf eind 2020 sneller tot een hoger niveau was verhoogd dan we hebben gezien. Dat zou hebben betekend dat de inflatie nooit zo uit de hand was gelopen, met een kerninflatie die op een gegeven moment meer dan 10% was. Maar het zou ook hebben betekend dat er het afgelopen jaar al ruimte zou zijn geweest voor renteverlagingen. Dat is waar ik op doelde in mijn recente artikelen.’

Het klopt dat de inflatie in de VS op dit moment weer aantrekt. Dat heeft te maken met een lage werkloosheid, waardoor er opwaartse druk is op de lonen. Als de komende maanden opnieuw wijzen op een opwaartse druk van de inflatie, dan moet de rente weer worden

verhoogd. Je moet alert reageren op de beschikbare informatie. Dat is de belangrijkste les die geleerd moet worden uit de afgelopen jaren.’

Waar komt de hardnekkige inflatie vandaan?

‘Ik denk dat er in de afgelopen jaren onvoldoende rekening is gehouden met de enorme stimuleringsmaatregelen die de diverse overheden hebben doorgevoerd. Dat geldt met name voor de VS, waar die stimulering feitelijk nog altijd gaande is.’

Wat dat betreft is Europa de uitzondering. Daar lijkt de inflatie met 2,4% in de buurt te komen van de doelstelling van 2%. Dat vind ik best verrassend, want de ECB was niet alleen rijkelijk laat met het doorvoeren van renteverhogingen, ze heeft ook minder verhogingen doorgevoerd dan de Fed of de Bank of England. Dat de inflatie er nu lager is, verbaast me dan ook enigszins. Maar de stimuleringsmaatregelen tijdens de pandemie en de energiecrisis waren in de eurolanden ook minder diepgaand dan elders.’

Welke centrale bank heeft het best gepresteerd in de afgelopen jaren?

‘De Bank of England verdient lof, omdat ze als eerste was gestart met de renteverhogingen. Alleen verhoogde ze de rente tot een vergelijkbaar niveau als in de VS, terwijl de inflatiedruk in het Verenigd Koninkrijk hoger was.’

De ECB was zoals gezegd het traagst met de renteverhogingen. De rente is er ook minder opgedreven dan in het VK en de VS. De inflatiedruk was in de eurolanden echter hoger dan in de VS, maar lager dan in het VK.

Het is moeilijk om te zeggen wie het best heeft gepresteerd. Ze hebben allemaal te traag gereageerd toen de rente moest worden verhoogd. De verhogingen gingen bovendien niet ver genoeg. Daarom is er nu geen ruimte voor verlagingen, temeer daar de inflatie in het VK en de VS hardnekkig blijkt.’

‘De fouten werden niet alleen gemaakt door centrale banken. Bij reguliere banken en gespecialiseerde instellingen waren de voorspellingen misschien nog wel slechter.’

Centrale banken hebben het afgelopen decennium ook op niet eerder vertoonde schaal geïntervenieerd met monetaire financiering. Hoe kijkt u daartegen aan?

‘Dat baart me grote zorgen. De balansen van centrale banken zijn in de afgelopen jaren enorm opgerekt. Dat kan in de komende jaren nog voor aanzienlijke problemen gaan zorgen. We zagen dat al in 2022, toen centrale banken met enorme verliezen werden geconfronteerd.

De monetaire financiering heeft met het opkopen van diverse soorten schuld papier voor bubbels gezorgd in talloze financiële markten. Die bubbels kunnen op ieder moment openbarsten. Het is een beangstigende situatie.’

Er wordt geen haast gemaakt met de monetaire verkrapping?

‘Nee. Daarvoor lijkt hetzelfde te gelden als met te snelle renteverhogingen. Er bestaat een vrees dat het doorvoeren van monetaire verkrapping zal leiden tot onrust op de financiële markten en daarmee tot financiële instabiliteit. Mij lijken die zorgen overdreven. Er is een gebrek aan vertrouwen dat dit, mocht er onrust ontstaan, met nieuwe maatregelen de kop kan worden ingedrukt.

Nee, de zorgen over de financiële stabiliteit van maatregelen worden overdreven, terwijl er naar mijn gevoel aanwijzingen zijn dat het gebrek aan monetaire verkrapping op de langere termijn juist schadelijk zal zijn. Het probleem van de enorm grote balansen van centrale banken zal ons nog vele jaren bezighouden.’

U zegt dat centrale banken niet snel genoeg handelen. Dat vinden tal van politici ook, zeker nu ze hopen op renteverlagingen. Ze willen meer grip op het rentebeleid. Is de onafhankelijkheid van centrale banken in het geding?

‘De onafhankelijkheid van centrale banken is belangrijker dan ooit. De meeste ontwikkelde economieën hebben te maken met enorme problemen rond overheidsschulden. Dat geldt zeker voor de VS en het VK, maar ook voor veel landen binnen de eurozone.

Dan hebben we het over de bestaande overheidsschuld en het huidige tekort op de begroting. Maar we moeten ook in het achterhoofd houden dat we te maken krijgen met enorme problemen rond de vergrijzing, met stijgende

uitgaven op het gebied van gezondheidszorg, met een noodzakelijke energietransitie, en de laatste tijd wordt ook gesproken over de noodzaak om de defensie-uitgaven te verhogen.

Met het oog op een verantwoord budgettair beleid moet dit wel leiden tot een aanzienlijke stijging van de belastingen of tot aanzienlijke bezuinigingen. Maar dat is politiek gezien een gifpil die niemand bereid is te slikken.

En dan hebben we het hier over ontwikkelingen die voorspelbaar zijn. Niemand weet wat de gevolgen zijn van een mogelijke nieuwe pandemie, een escalatie van de situatie in het Midden-Oosten of een mogelijke oorlog rond Taiwan.’

Wat betekent dit alles voor centrale banken?

‘Het betekent dat de druk op centrale banken om dit soort tekorten te financieren alleen maar groter zal worden. Je zag dat bijvoorbeeld bij de korte regering van de Britse premier Liz Truss. Die kwam in de problemen vanwege het stimuleren van de groei, zonder dat de gevolgen voor het overheidstekort in oenschouw werden genomen. Naar nu blijkt zou ze overwogen hebben om de gouverneur van de Bank of England te ontslaan.

Maar overall is de onafhankelijkheid van centrale banken in het geding. Het is een zorgwekkende ontwikkeling. In veel landen is het gelukkig niet alleen maar een beslissing die door politici kan worden genomen en zijn daar ook juridische drempels. Het geeft echter wel te denken dat erover wordt gesproken op een moment dat centrale banken juist tegenwicht moeten bieden aan politici.’

Heeft u een boodschap voor de toekomstige president van de VS?

‘Wat mij betreft zou de winnaar moeten blijven uitgaan van de huidige doelstelling van een inflatie van 2% op de middellange en lange termijn. Ik denk dat de Amerikaanse overheid belastingen aanzienlijk moet verhogen om de verwachte hogere overheidsuitgaven te compenseren en om de schuld af te lossen. Een btw op nationaal niveau zou een goed idee zijn, maar er lijken wettelijke belemmeringen te zijn. Het zou verder goed zijn als men het verschil leert inzien tussen zinvol beleid om problemen in markten op te lossen en het door xenofobie gedreven protectionisme waar voortdurend om geroepen wordt.’ ■