



THEMA 02

De Toekomst van Monetair Beleid en centrale banken

DIEPE TRANSITIE

MACRO-ECONOMIE

MONETAIR BELEID

In de afgelopen maanden hebben centrale banken en overheden enorme economische steunpakketten aangekondigd om hun economieën te behoeden voor een vrije val na de coronacrisis. Deze coronacrisis heeft ook macro-economische trends versneld, en in reactie hierop herformuleren centrale banken hun kerndoelstellingen en bestaansrecht. Door de economische vraagstukken van de 21e eeuw te bekijken vanuit langlopende, economie-overstijgende ontwikkelingen, krijgen we zich op de toekomst van het monetair beleid.

Onze observaties

- De Fed heeft in de afgelopen tijd een grondige analyse gemaakt van het theoretische raamwerk waarop zij haar monetair beleid fundeert. Vorige maand [kondigde](#) Jerome Powell, voorzitter van de Amerikaanse centrale bank, aan dat de Fed een gemiddelde inflatiedoelstelling zal hanteren van 2%, alsook streeft naar “maximale werkgelegenheid”. Deze nieuwe benadering voor haar monetair beleid betekent dat de Fed de rente pas verhoogt bij maximale werkgelegenheid en wanneer de inflatie hoger is dan 2%, in plaats van zodra de werkloosheid zich bevindt onder het niveau van maximale werkgelegenheid (waardoor lonen zouden oplopen en monetair beleid met vertraging zou doorwerken in de economie) zoals zij hiervoor deed. Een [vlakker Philipscurve](#), wat duidt tot een minder robuuste relatie tussen werkloosheid en inflatie, alsook de deflatoire effecten van [globalisering](#) en [digitalisering](#), zorgen ervoor dat lage inflatie de norm zal blijven. En door het uitbreiden van het werkgelegenheidsmandaat committeert de Fed zich ook aan het stimuleren van inclusievere economische groei.
- Christine Lagarde, president van de Europese Centrale Bank, heeft [beloofd](#) dat de ECB duurzaamheidsdoelstellingen zal meenemen in haar operaties, zoals opkoopprogramma's voor bedrijvenobligaties. De ECB is hiermee de eerste grote centrale bank die duurzaamheidsdoelstellingen actief meeneemt in haar monetair beleid. Sinds haar aantreden in december 2019 heeft Lagarde aangekondigd dat de ECB zal beginnen met een “strategische evaluatie” van de doelstellingen van de ECB, waarbij [klimaatverandering](#) als een “mission-critical” prioriteit wordt gezien, en de ECB een actieve speler zal worden in de [\(geopolitieke\)](#) duurzaamheidsstrategie van Europa.
- Vorige maand [kondigde](#) Shinzo Abe, Japans langst dienende minister-president, aan af te treden vanwege gezondheidsoverwegingen. De nieuwe minister-president, Yoshihide Suga, [kondigde](#) aan door te gaan met Abenomics, het omstreden economisch beleid dat Abe voert sinds 2012 dat drie pijlers heeft: i) een zeer ruim monetair beleid van de Bank van Japan, ii) actief fiscaal beleid om de Japanse economie te stimuleren, en iii) structurele hervormingen. Van belang hierin is dat de Bank van Japan staatsobligaties opkoopt om de rente laag te houden (een strategie genaamd “[yield curve control](#)”), waardoor de Japanse overheid voldoende financiële middelen heeft voor het fiscale beleid. Als gevolg daarvan heeft Japan het hoogste overheidsschuld-bbp-ratio in de wereld, van ongeveer [240%](#) van het bbp, wat desalniettemin financierbaar blijft vanwege de lage rente. Sinds de coronacrisis hanteren meer landen – impliciet of expliciet – deze strategie om economische maatregelen te financieren. Op de langere termijn zal deze strategie aan populariteit winnen als gevolg van groene investeringen, vergrijzende samenlevingen, en de toenemende behoefte aan investeringen voor [veerkrachtige](#) systemen (e.g. [strategische productieketens](#), [mondiale waardeketens](#), het [zorgsysteem](#)).
- Als gevolg van de coronacrisis, en de daarmee samenhangende economische monetaire en fiscale regelingen, zal wereldwijd de schuld van overheden sterk stijgen (naar schatting [20 procentpunten](#) van het wereldwijde bbp). Maar ook voor de coronacrisis groeide wereldwijd de schuldborg in het afgelopen decennium, als gevolg van de [financiële crisis](#) uit 2007-2008. Nemen we een nog langere tijdshorizon dan zien we dat wereldwijd de schuldborg sterk is gegroeid vanaf de jaren '80 van de 20^e eeuw, als gevolg van wereldwijde financialisering en liberalisering van handel en kapitaalrekeningen, geïnspireerd door het [neoliberalisme](#). Toch biedt de [economische literatuur](#) weinig richtlijnen wat betreft de optimale hoogte van overheidsschuld. Hoewel tot voorheen werd aangenomen dat er een natuurlijk plafond bestaat wat betreft de optimale hoogte, stelt [Modern Monetary Theory](#) (MMT) dat schuldratio's (voor landen die hun eigen valuta uitgeven) irrelevant zijn, evenals begrotingstekorten in een omgeving met lage inflatie en werkloosheid.

>> [bekijk volgende pagina](#)

Analyse

Er zijn grofweg **drie grote paradigma's** te onderscheiden in macro-economisch denken over monetair beleid. De eerste begon na de Grote Depressie van de jaren '40 van de vorige eeuw op basis van keynesianisme. Dit paradigma benadrukte de rol van contra-cyclisch fiscaal beleid omdat de markt en economie geen natuurlijk corrigerende mechanismen zijn. Dit werd breder geïnstitutionaliseerd in het naoorlogse Bretton Woods-systeem, maar na het loslaten van de goudstandaard in 1971 (de "**Nixon shock**") en de problemen van stagflatie (hoge inflatie in combinatie met hoge werkloosheid) die niet op te lossen waren in het Keynesiaanse schema verschoof de nadruk op de geldhoeveelheid om de inflatie laag te houden. In dit "monetarisme" moesten overheden zich richten op het creëren van de juiste condities voor duurzame en groei op de lange termijn terwijl monetair beleid de conjunctuur moest bedwingen. Dit paradigma was met name geïnspireerd op het denken van Milton Friedman en zijn **werk** over de rol van de geldhoeveelheid bij de macro-economische problemen van de Grote Depressie. Vanaf de jaren '90 kwam er een synthese tussen beide paradigma's, waarbij onafhankelijke centrale banken een expliciete inflatiedoelstelling opstelden voor de middellange en lange termijn, gebruikmakend van kortetermijnrentes en monetair beleid gericht op het garanderen van voldoende liquiditeit op financiële markten. Prijstabiliteit werd gezien als de belangrijkste voorwaarde voor groei, en cruciaal hierin is dat de monetaire instrumenten hiervoor in handen zijn van onafhankelijke, technocratische centrale banken, tegen de prijs van een democratisch tekort (centrale bankiers worden niet democratisch gekozen maar hebben wel enorme macht), terwijl fiscaal beleid gericht is op het balanceren van overheids-schuld (bestedingen) en het herverdelen van welvaart (belastingen).

Maar sinds de financiële crisis van 2007-2008 zien we een aantal nieuwe problemen die dit paradigma niet kan oplossen, zoals persistent lage inflatie en werkloosheid (een "gebroken" of "platte" Philipscurve), toenemende ongelijkheid en schuld in zowel private als publieke sfeer, en een structureel lagere geaggregeerde vraag. De coronacrisis heeft veel deze macro-economische trends in een stroomversnelling gebracht, en de verhouding tussen monetair en fiscaal beleid opnieuw op scherp gezet. Structurele kenmerken van een post-corona-economie zullen in ieder geval zijn: i) structurele micro-economische inefficiënties (e.g. restaurants en hotels die minder bezetting hebben, meer veiligheidsmaatregelen bij productieketens, hogere inbouw van reserves en voorraad voor strategische sectoren), ii) een grotere rol voor de staat in de economie, iii) een hogere publieke schuldberg, iv) verminderde consumentenbestedingen en bedrijfsinvesteringen vanwege hogere onzekerheid leidend tot lagere inflatie. Het laatste is dan ook reden om aan te nemen dat de groeiende schuldberg financierbaar zal blijven, maar ook dat de ruimte om monetair beleid krasser te maken beperkt is door bijvoorbeeld de kortetermijnrentes te verhogen op basis van voorspellende inflatie-indicatoren.

Overheden en centrale banken reageren hierop door fundamenteel op hun bestaansrecht te reflecteren en kerndoelstellingen te herformuleren. Sommigen **besluiten** dat monetair beleid groei moet stimuleren en soepele inflatiedoelstellingen moet hanteren (zoals bijvoorbeeld in Japan), anderen dat fiscaal beleid onbeperkt is in het stimuleren van economische groei (e.g. zoals MMT), terwijl een radicale groep zelfs pleit voor **negatieve rentes** (bijvoorbeeld als herverdelingsmechanisme en het stimuleren van bestedingen en investeringen). Buiten deze macro-economische ontwikkelingen zijn er ook bredere, economie-overstijgende ontwikkelingen die de toekomst van monetair beleid en centrale banken bepalen.

Ten eerste hebben op elkaar volgende technologische revoluties (de stoommachine, de automobiel, IT) geleid tot de industriële moderniteit met bepaalde spelregels of "meta-regels" (zoals sterke productiviteitsgroei, het gebruik van fossiele brandstoffen). Naast

enorme welvaart leiden deze ook tot persistente socio-economische ongelijkheid alsook ecologische degradatie en klimaatverandering. Om deze problemen op te lossen is het niet voldoende om meer in te zetten op technologie of efficiënter individuele systemen in te richten, maar is niets minder dan een **Diepe Transitie** vereist die grondig deze meta-regels herdefinieert (e.g. het principe van circulariteit, het internaliseren van externaliteiten). Centrale banken en monetair beleid kunnen een belangrijke stimulerende en coördinerende rol spelen door kapitaal niet alleen te alloceren naar waar zij het meest opbrengt in nauwe economische zin, maar waar het een faciliterende rol speelt in een brede systeemverandering. Hervormingen in het financiële systeem en daarmee de "incentive structures" zijn een belangrijke voorwaarde om het gedrag en handelen van bedrijven, overheden en consumenten systemisch te veranderen. De ECB neemt hierin al het voortouw in Europa wat betreft klimaatverandering en de Fed in de VS, en kunnen daarin leidend zijn voor andere regio's.

Tegelijkertijd ontstaat er ook een steeds meer "geo-economische" blik op de economie, en daarmee op fiscaal en monetair beleid. In de jaren '90 werden centrale banken politiek onafhankelijk op het hoogtepunt van Amerikaanse hegemonie en in een klimaat waarin werd gedacht dat de wereld "**post-historisch**" werd. Technologie en economisch beleid werden minder vanuit een strategisch perspectief benaderd, omdat werd verwacht dat landen zich zouden ontwikkelen tot liberale democratieën met vrije marktkapitalisme en daarmee onderlinge verschillen verwaarloosbaar zouden worden. Maar nu we op de vooravond staan van een **nieuwe hegemonische cyclus** wordt ook op een nieuwe manier gekeken naar de rol van centrale banken en fiscaal beleid in de economie, bijvoorbeeld wat betreft de nationale veiligheid of het versterken van de eigen geo-economische macht ten opzichte van rivalen. Dit is ook de onderliggende geo-economische reden dat de handelsoorlog tussen de VS en China fundamenteel gezien een **technologie-oorlog** is, waarom strategischer wordt gekeken naar belangrijke **productie- en waardeketens** ("**sensor-based technologies**" zoals **5G, AI** of **kwantumtechnologie, natuurlijke grondstoffen**, medische materialen voor een **corona-vaccin**). En dat betekent ook dat centrale banken mogelijk meer gepolitiseerd worden om fiscaal beleid en geo-economisch beleid te financieren (e.g. lage wisselkoersen voor een sterkere concurrentiepositie, monetaire verruiming voor strategische industrieën, en het financieren van overheidsuitgaven, bijvoorbeeld voor defensie).

Als laatste zien we dat technologische innovaties ook de effectiviteit van de instrumenten en de kern van monetair beleid van centrale banken veranderen. Fintech zorgt ervoor dat steeds meer financiële transacties en interactie plaatsvinden buiten banken om en ontdoen gevestigde financiële instituties zich van tussenpersonen (e.g. peer-to-peer-lenen). Daarnaast bieden digitale tokens en cryptomunten **nieuwe instrumenten** voor centrale banken om monetair beleid te voeren: i) het delen van risico's en garanderen van stabiliteit binnen het financieel systeem via burgerdeposito's rechtstreeks bij centrale banken, ii) een effectievere grip op de effecten van monetair beleid omdat meer geld digitaal wordt beheerd, en het iii) laten toetreden van technologiebedrijven in de financiële sector om met behulp van data te zorgen voor meer financiële innovaties en competitie, leidend tot hogere prijsefficiëntie. Op deze manier kunnen centrale banken verschillende vormen van marktfalen bestrijden (e.g. toenemende ongelijkheid door de "search for yield" van kapitaalinvesteerders), monetair beleid meer sturen richting (geo-)strategische doeleinden (e.g. klimaat, strategische innovaties), en innovatie stimuleren (bijvoorbeeld financiële inclusie op basis van digitale kredietscores, een meer **decentrale economie** met minder systemisch risico). Op deze manier worden centrale banken en monetair beleid een belangrijke aanjager van innovatie en nieuwe economische modellen en principes.

Implicaties

- Bovenstaande technologische innovaties en de effecten van de coronacrisis maken het scenario van negatieve rentes realistischer, omdat cash minder in gebruik raakt (chartaal geld is een mogelijke bron van virussen), banken verder gedesintermediateerd worden (en daarom een effectievere doorwerking van monetair beleidsinstrumenten in de reële economie), en centrale banken die directe invloed uitoefenen op consumenten via digitale munten en tokens. Maar een regime van negatieve rentes brengt ook significante macro-economische risico's met zich mee, bijvoorbeeld wanneer inflatie stijgt (en centrale banken de rentes niet kunnen verhogen gegeven de hoge schuldberg) en het verder destabiliseren van het financieel systeem.
- In fragiele democratieën en autoritaire landen bestaat een hogere mate van "**economisch populisme**" met een sterkere nadruk op economische groei en inkomensherverdeling, terwijl de risico's van budgettaire tekorten, inflatie en andere externe beperkingen (bijvoorbeeld internationale marktreacties op het beleid) worden gebagatelliseerd. Dit heeft altijd gezorgd voor een hoger politiek risico in deze landen omdat internationale investeerders hier doorheen prikken en onafhankelijke centrale banken waarden. Nu ook democratisch-liberale markten door een steeds politiekere en (geo-)strategische bril naar monetair beleid van centrale banken kijken, zal het geopolitieke toenemen in kapitaalmarkten, leidend tot hogere inefficiënties en nieuwe vormen van marktfalen (bijvoorbeeld het in standhouden van belangrijke maar verliesmakende industrieën, zgn. zombiemarkten).
- Naast klimaatverandering en groeiende ongelijkheid is een andere belangrijke socioculturele systeemverandering de vergrijzing van samenlevingen, en de daarmee samenhangende veranderende consumentenbestedingen, fiscale posities en de druk op het zorgstelsel die dit zal veroorzaken. In dit geval is Japan een voorbode, met een sterk vergrijzende bevolking, en een van de redenen dat de centrale bank het fiscaal beleid van de overheid financiert omdat dat investeringen inhoudt in technologieën voor een **grijze economie** waarin mensen over het algemeen 100 jaar worden.