

Directe versus indirecte monetaire financiering

Volgens veel Duitse economen is het opkopen van staatsobligaties door de ECB in strijd met het Verdrag van Maastricht. Het komt neer op het aanzetten van de geldpers en zou de inflatie aanwakkeren. Niet het opkoopprogramma, maar de indirecte monetaire financiering van staatsschuld door banken is echter het echte probleem.

IVO ARNOLD
Hoogleraar aan de
Erasmus Universiteit
Rotterdam en aan
de Nyenrode Business
Universiteit

Het opkoopprogramma van de ECB houdt de gemoederen bezig. Is het een nuttig instrument om de vertrouwenscrisis in de financiële markten op te lossen of begeeft de ECB zich hiermee op een hellend vlak richting hyperinflatie? De weerstand tegen monetaire financiering van staatsschuld vindt zijn oorsprong in het verband tussen de geldhoeveelheid en de inflatie. Monetaire financiering beïnvloedt de balansen van de centrale bank en de geldscheppende instellingen en kan tot een grotere geldhoeveelheid en een hoger inflatierisico leiden. Maar dit is geen automatisme. Zeker in een tijd waarin banken niet normaal functioneren, is het te simpel om monetaire financiering gelijk te stellen aan het aanzetten van de geldpers.

Er zijn twee vormen van monetaire financiering: direct en indirect. Bij directe monetaire financiering komt de staatsschuld terecht op de balans van de centrale bank. Door staatsschuld op te kopen verstrekt de centrale bank liquiditeit aan het bankwezen. Als banken hiermee krediet verstrekken kan de geldhoeveelheid toenemen. Maar dat zal niet gebeuren als zij, zoals nu, de liquiditeiten bij de ECB stallen. Bij indirecte monetaire financiering belanden de staatsobligaties op de balansen van de geldscheppende financiële instellingen. Ook hier kan geldschepping tegenover staan. Wanneer deze obligaties echter de plaats innemen van andere activa, is er geen netto-effect op de geldhoeveelheid. Kortom, er is geen mechanisch verband tussen monetaire financiering en de geldhoeveelheid.

VERDRAG VAN MAASTRICHT

Directe monetaire financiering kan op twee manieren ontstaan. Ofwel de centrale bank koopt staatsobligaties in de secundaire markt, ofwel de overheid plaatst staatsschuld rechtstreeks bij de centrale bank. Alleen in dit laatste geval is er sprake van een schending van artikel 123 in het Verdrag van Maastricht. Het verdrag staat de ECB echter expliciet toe om zonder limiet te interveniëren in de kapitaalmarkten, voor zover dit verenigbaar is met haar mandaat.

Met betrekking tot de indirecte monetaire financiering geldt dat het Verdrag van Maastricht banken geen strobreed in de weg legt om onbeperkt te beleggen in staatsobligaties. Ook vanuit het Europese banktoezicht zijn er nimmer beperkingen opgelegd aan de hoeveelheid en de risicograad van de staatsobligaties die banken op hun balans mochten nemen. Het Verdrag van Maastricht garandeert dus niet de waterdichte scheiding tussen monetair en begrotingsbeleid die veel Duitse economen wenselijk achten.

GELDGROEI

Sinds de invoering van de euro heeft de totale monetaire financiering (direct en indirect) geen gelijke tred gehouden met de groei van het bankwezen. Het aandeel staatsleningen in de portefeuilles van (centrale) banken in de eurozone daalde gestaag van dertien procent in 1999 tot zeven procent in 2007. Als percentage van de geldhoeveelheid (M3) ging de daling van bijna 50 procent in 1999 naar iets meer dan 25 procent in 2007. De sterke stijging van de geldhoeveelheid voor 2007 had dus niets te maken met monetaire financiering. Voor het overgrote deel betrof de monetaire financiering staatsleningen bij het bankwezen, dus de indirecte variant. Het Europees Stelsel van Centrale Banken had al die tijd ook staatsschuld op de balans staan, maar dat was een beperkt bedrag (100 tot 300 miljard euro). Vanaf oktober 2008, toen de kredietcrisis in zijn volle hevigheid uitbrak, nam de indirecte monetaire financiering opeens sterk toe. In 2009 steeg de portefeuille staatsleningen van de geldscheppende instellingen in de eurozone met circa 400 miljard euro. Deze plotselinge ommeezwaai had alles te maken met de vlucht naar veilige havens na de val van Lehman, niet met het willen financieren van risicovolle begrotingszondaars. Integendeel, banken gingen er toen nog van uit dat staatsschuld een risicovrije belegging was.

Figuur 1 laat de relatie tussen de totale monetaire financiering en de geldgroei in de eurozone zien. Tot aan de kredietcrisis was de jaarlijkse geldgroei gemiddeld zeven procent. De groei van de staatsschuld in het bankwezen varieerde in deze periode sterk maar lag gemiddeld genomen veel lager (twee procent). Sinds de kredietcrisis is de geldgroei echter zeer sterk afgenomen, terwijl de banken juist meer in staatsobligaties zijn gaan beleggen. Dus als er al een relatie tussen monetaire financiering en geldgroei is, is het een negatieve. De verklaring hiervoor is de kredietcrisis. De kredietverlening en de geldcreatie stokten na 2008, terwijl banken hun toevlucht namen tot veilig geachte staatsobligaties. Tegelijkertijd verleende de ECB extra liquiditeitssteun aan de banken. De normale relatie volgens welke liquiditeitscreatie door de centrale bank tot meer geldschepping door het bankwezen leidt, is in deze crisistijd dus ernstig verstoord. Het inflatierisico van het opkoopprogramma is momenteel dan ook gering, te meer omdat de economische activiteit in de eurozone zeer zwak is.

HET ECHTE PROBLEEM

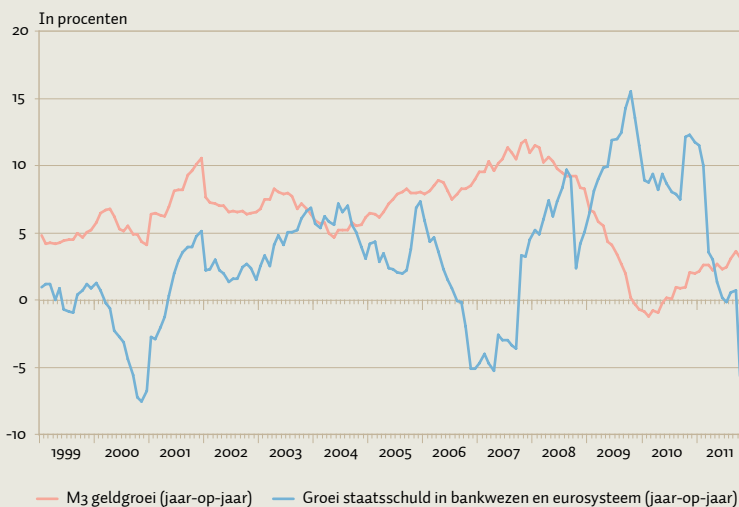
Volgens de Duitse visie op de eurocrisis biedt monetaire financiering een blanco cheque aan spilzieke overheden en vertraagt het daarmee de noodzakelijke sanering van de overheidsfinanciën en de structurele hervormingen in de probleemlanden. Dit risico van *moral hazard* is zeker aanwezig, al is het de vraag of het aan de ECB is om hier iets mee te doen. Een andere visie is dat de ECB in alle onafhankelijkheid haar eigen mandaat moet uitvoeren, dat gericht is op prijsstabiliteit en financiële stabiliteit. Daar hoort bij dat de ECB niet alleen naar de ontwikkeling van de consumentenprijzen kijkt, maar ook oog heeft voor de deflatie in vermogensmarkten en de disfunctionerende obligatiemarkten. Kwantitatieve verruiming door het opkopen van staatsobligaties is dan een volstrekt legitiem monetair beleidsinstrument, dat ook door andere centrale banken wordt ingezet.

Niet de directe, maar de indirecte monetaire financiering heeft de eurozone in de problemen gebracht. Banken mochten onbepaald in staatsschuld beleggen, ondanks het verhoogde kredietrisico hiervan sinds de komst van de euro. Op dit moment belegt het bankwezen in de eurozone voor circa 2500 miljard euro in staatsschuld; dit bedrag is hoger dan hun kapitaal. De staatsschuld die banken aanhouden is bovendien grotendeels afkomstig van de eigen overheid en de schulden crisis kon zo gemakkelijk overslaan naar het Europese bankwezen.

Hier wreekt zich de incongruentie tussen het Verdrag van Maastricht en het banktoezicht aangaande de aard van de staatsschuld in de eurozone. Is deze schuld vergelijkbaar met risicovolle schuld in een buitenlandse valuta of met risicovrije schuld in een binnenlandse valuta? In het laatste geval staat er zo nodig een centrale bank klaar als *lender of last resort*, in het eerste geval niet. Het Verdrag van Maastricht gaat uit van de eerste visie, maar de banktoezichthouders en de financiële markten zijn altijd uitgegaan van de tweede visie. De bijdrage van de financiële sector aan de redding van Griekenland, waartoe Europese regeringsleiders in juli en oktober 2011 besloten, heeft de risicoperceptie van de staatsschuld in de eurozone echter voorgoed veranderd van risicovrij naar risicovol. Als gevolg hiervan daalde in de herfst van 2011 de indirecte monetaire financiering. Financiële instellingen hadden om begrijpelijke redenen geen trek meer in staatsobligaties;

Ontwikkeling staatsschuld en geldhoeveelheid

FIGUUR 1



Bron: ECB

hierdoor zijn de rentestanden voor een aantal schuldenlanden gestegen naar onhoudbare niveaus. De ruime liquiditeitsverstrekking door de ECB in december 2011 lijkt erop gericht te zijn om de banken weer te verleiden in overheidsschuld te beleggen. Als deze actie succesvol is, kan het wellicht enige soelaas bieden aan de schuldenlanden. Maar het structurele probleem van de indirecte monetaire financiering wordt zo in stand gehouden.

CONCLUSIE

Alle ophef over het opkoopprogramma van de ECB ten spijt, is de indirecte monetaire financiering het echte probleem in de eurozone. De besmetting van het bankwezen met het schuldenvirus schaadt immers de kredietverlening en de reële economie. De opeenhoping van staatsschuld bij het Europese bankwezen is een erfenis van falend banktoezicht. Vanwege de omvang hiervan moet hier echter voorzichtig mee worden omgesprongen. In dit opzicht was het aandringen van Nederlandse en Duitse politici op een bijdrage van de private sector aan het Griekse steunpakket onverantwoordelijk. Naar de toekomst toe zal een strenger Europees banktoezicht moeten borgen dat schuldenlanden het Europese financiële stelsel niet langer kunnen gijzelen. Dit kan door een risicoweging mee te geven aan staatsschuld en door grenzen te stellen aan de hoeveelheid staatsschuld die banken op hun balans mogen hebben. Gegeven de ongunstige uitgangspositie en de huidige onrust in de obligatiemarkten is er echter tijd nodig om deze aanpassingen door te voeren. Een gecontroleerde afname van de indirecte monetaire financiering kan dan ook alleen maar plaatsvinden als de ECB het opkoopprogramma benut om de financiële stabiliteit te garanderen.

SINDS 1916