

Monetair beleid: het zwarte gat in de politiek

In het ecosysteem van de moderne financiële wereld zijn de rollen van de politiek en de centrale banken sterk met elkaar verweven. Die relatie is door de eeuwen heen geëvolueerd en heeft ertoe geleid dat het monetaire beleid, evenals het toezicht op financiële instellingen, het domein van centrale banken is geworden, met een grote impact op de samenleving. Genoeg reden om de rol van centrale banken nader te bekijken.

Door *Thijs Jochems*

Wat doen centrale banken? Samengevat houden ze toezicht op de financiële sector en zijn ze verantwoordelijk voor het in de hand houden van inflatie en werkloosheid bij een adequate economische groei. Deze consolidatie van de macht weerspiegelt de heersende opvatting in de samenleving dat de onderlinge afhankelijkheden in het financiële systeem complex zijn en dat gecentraliseerd toezicht noodzakelijk is. Het monopolie van centrale banken op het monetaire beleid is echter gebaseerd op een aantal aannames die niet objectief waar zijn en zeker niet politiek neutraal uitwerken.

Monetair beleid en toezicht

De afgelopen 15 jaar werden gekenmerkt door een monetair beleid dat grotendeels gericht was op het bestrijden van de gevolgen van de Great Financial Crisis (GFC) van 2007 tot 2009. Om de financiële instellingen destijds te ondersteunen, werd er geld naar ze overgemaakt, eenvoudigweg door het intoetsen van een nieuw tegoed voor hen op de computer van de ECB en de Fed. Daarnaast kochten de centrale banken op grote schaal schuld papier op als onderdeel van het beleid om de rente zo laag mogelijk te houden. Het idee achter dit beleid was dat er door de lage rente vermogenswinsten



behaald zouden worden op financiële assets en dat die vermogensgroei uiteindelijk haar weg naar de reële economie zou vinden: het spill-over effect. Om herhaling van de GFC te voorkomen, werden verder de solvabiliteitsvereisten voor de financiële instellingen aangetrokken.

De lagerentepolitiek na de GFC heeft geleid tot sterke prijsstijgingen van financiële assets – asset inflation – waarbij eigenaren van deze assets hun vermogen sterk zagen stijgen. Dit resulteerde in een schevere vermogens- en inkomensverdeling. De groei in kredietverlening kwam daarnaast grotendeels in speculatieve transacties terecht. Degenen die onderpand konden geven – de eigenaren van vermogen – konden goedkoop lenen. Dit gold ook voor grote bedrijven, als die al op basis van de verslechterde economische

vooruitzichten hadden willen lenen om te investeren.

Voor een grote groep bedrijven, het MKB, dat zo belangrijk is voor de werkgelegenheid, waren de lage rentes echter niet aan de orde. Die bedrijven betaalden voor leningen in die tijd rentepercentages van 8% of meer. Erger nog, door de lage nominale rente betaalde het MKB een heel hoge reële rente. Met zulke hoge financieringskosten was rendement op investeringen voor het MKB niet haalbaar. De vermogens van kleine spaarders en de inkomens van gepensioneerden werden eveneens – relatief en absoluut – in negatieve zin getroffen.

Problematische veronderstellingen

Centrale banken proberen de inflatie, de economische groei en de werkgelegenheid te sturen door binnen voor

‘De financiële sector is schatplichtig aan de samenleving.’

‘Het monopolie van centrale banken op het monetaire beleid is gebaseerd op een aantal aannames die niet objectief waar zijn en zeker niet politiek neutraal uitwerken.’

hen aanvaardbare bandbreedtes te blijven. Zij hanteren zowel voor de inflatie als voor het toezicht op de financiële sector een beleid gericht op het volume van kredietverlening. Impliciet wordt geld als een commodity gezien, waarbij de prijs voor kredietverlening, de rente, een resultante is van vraag en aanbod. Door het volume van geld te beïnvloeden middels het veranderen van de prijs – de rente – zou het financiële systeem weer gezonder moeten worden.

Of deze definiëring van geld en rente nu wel of niet correct is, de centrale banken hebben een groot probleem om dit stuurproces in de juiste banen te leiden. Een onderzoek van de Bank of England uit 2013 concludeerde dat het geldscheppende vermogen van de private bankensector ongeveer een factor 20 groter is dan dat van de centrale banken. De centrale banken proberen sturing te geven aan de geldschepping door private banken door eisen te stellen aan hun kredietverlening. Dat zijn eisen ten aanzien van het volume van de kredietverlening, maar niet ten aanzien van het gebruiksdoeleinde van de kredieten. We hebben na de GFC gezien dat de kredietverlening voor een groot deel voor speculatieve doeleinden

werd gebruikt en minder voor productiviteitsbijdragen aan de samenleving. Kortom, zulk beleid resulteert in een minder efficiënte allocatie van kapitaal.

De financiële sector en de samenleving

De financiële sector is een organisatorische innovatie geweest. Hierdoor was de samenleving verlost van de enige bron van financiering uit het verleden: de aristocratie. De democratisering van de toegang tot kapitaal maakte financiering voor particulieren en bedrijven mogelijk om economische activiteiten te kunnen ontplooiën. In een fiduciair geldstelsel zoals wij dat hebben, is vertrouwen in geld bepalender voor de waarde ervan dan de resultante van vraag en aanbod. Dat vertrouwen is gebaseerd op het geheel van instituties in de samenleving, van het contractenrecht tot aan de toekomstige stroom van belastinggelden die uiteindelijk als onderpand voor het vertrouwen in de waarde van een valuta dienen. Zo bezien is de financiële sector schatplichtig aan de samenleving.

Wat moet er veranderen?

In oktober 2008 getuigde Alan Greenspan, voormalig president van de Fed, voor een commissie van het

Amerikaanse congres naar aanleiding van de GFC. Greenspan was altijd een voorvechter van de vrije markt als het beste organisatie-mechanisme voor de economie en de financiële sector. Het opmerkelijke van zijn getuigenis was dat Greenspan vertelde dat hij zich zijn leven lang vergist had in hoe goed de markt de financiële sector kon organiseren en dat de pijnlijke gevolgen daarvan veel groter waren dan hij ooit had voorzien.

Greenspan is niet de enige die van mening is dat er aan de organisatie van de financiële wereld gesleuteld moet worden. De Nederlandse politiek heeft al enigszins ingegrepen in de kwaliteitsvereisten van leningen bij bijvoorbeeld hypotheek. Het is echter noodzakelijk dat de politiek een stringenter mandaat oplegt aan DNB en de ECB. Een mandaat waarin veel meer rekening wordt gehouden met het doeleinde waartoe leningen worden verstrekt dan alleen met het volume ervan. Er is daarnaast geen monetaire politiek die neutraal uitwerkt op de samenleving. Het bepalen van welke gevolgen wel of niet gewenst zijn, zou het domein van democratisch gekozen politici moeten zijn, niet van macro-economen, hoe deskundig ook.

De GFC heeft – net als bij onder andere de Savings and Loan crisis – laten zien dat de financiële sector haar winsten privatiseert, maar (grote) verliezen socialiseert. Het is een gezamenlijke verantwoordelijkheid van de centrale banken en de politiek om daar wat aan te doen. Tijd voor actie. Niet van demonstranten, maar van de politiek. ■



Thijs Jochems

Adviseur en Private Investor

IN HET KORT

De lagerentepolitiek heeft geleid tot asset inflation met als gevolg een schevere vermogensverdeling.

Goedkoop lenen gold niet voor MKB-bedrijven.

Monetair beleid stuurt op het volume van leningen. Er wordt niet gekeken naar de aanwending van de leningen.

Monetair beleid is niet objectief waar, maar heeft wel grote gevolgen voor de samenleving.

De politiek zou het mandaat van de centrale banken voor monetair beleid moeten aanpassen om maatschappelijk ongewenste gevolgen te vermijden.