

Beste Klaas Knot,

Posted on 5 september 2020 by Sander Boon

Met belangstelling heb ik je HJ Schoo lezing bestudeerd. Het is een opmerkelijke lezing, want je zegt nu onomwonden dat de euro van meet af aan een politiek project is geweest. In kringen van Nederlandse economen en centrale bankiers is deze stelling lang taboe geweest. De lof van de euro moest worden bezongen, en dat werd gedaan in economische bewoordingen.

Je verandert nu van standpunt over de houdbaarheid van de euro en plaatst jezelf min of meer in het Franse kamp. Hiermee vaar je mee op de golf van politisering van de centrale bank. Je neemt daarmee afscheid van de lijn die de Duitse Bundesbank altijd heeft gevolgd. Dat is onnodig en ook erg onverstandig. Je vertelt ook niet het echte verhaal van je draai: de veranderde rol van centrale banken.

Succes en falen van de euro

Je focust je met je verhaal op de interne economische gevolgen van de euro. Je zegt tegelijkertijd dat de euro een succes is en dat hij is mislukt. De euro heeft namelijk bijgedragen aan grotere welvaart en Europese samenwerking, maar tevens zeg je dat de euro nu zorgt voor groeiende economische ongelijkheid tussen de

eurolanden, schuldencrises, noodsteun, en een lagere welvaart.

Je stelt zelfs dat de euro op termijn niet houdbaar is in haar huidige vorm. Omdat politici in het Noorden te weinig het succes benadrukken neemt het draagvlak voor de munt in de samenleving af, is je vrees. Bovendien profiteren Zuidelijke landen te weinig, waardoor ook daar het draagvlak af kan gaan kalven.

Noordelijke en Zuidelijke landen moeten gaan hervormen en de EU moet hierin het voortouw nemen. Er moet flink worden geïnvesteerd in economisch herstel na Covid-19, in de digitale toekomst en in duurzaamheid. Het is nu nodig om vanuit de EU met begrotingsbeleid de scheefgroei tegen te gaan.

Omdat EU-landen tot nu toe de benodigde hervormingen aan hun laars hebben gelapt, moeten de aanbevelingen van de Europese Commissie bindender worden. Om de euro te redden ga je als centraal bankier dus op de stoel van de politiek zitten.

Onafhankelijke centrale banken

Er is echter ook een andere reden waarom je van mening bent veranderd. Dat benoem je echter niet in de lezing. Het monetaire beleid van centrale banken is de afgelopen jaren door eigen toedoen steeds ineffectiever geworden. Kiezen voor de sturende rol van politiek is een uitweg uit deze impasse.

Het begon allemaal zo mooi. De introductie van de euro in 1999 valt samen met de laatste fase van succesvolle Globalisering. Er was geen vuiltje aan de lucht. Jarenlang wisten centrale bankiers te vertellen dat het hun beleid was dat aan de basis stond van de mondiale economische groei. Het ging gepaard met lage inflatie. Jullie hadden er zelfs een term voor: ‘Great Moderation’.

Centrale banken koesterden hun onafhankelijkheid van de politiek. Deregulering van banken en het mondiale kapitaalverkeer zorgden ervoor dat het private kredietsysteem zich ging ontfermen over de geld- en kredietcreatie. In 1988 bestempelden je vakbroeders bovendien de staatslening als risicovrij. Hypotheekleningen kregen een iets hogere weging en MKB-leningen werden als meest risicovol bestempeld. Dit had twee belangrijke effecten.

Ten eerste is er een scheefgroei ontstaan tussen aan de ene kant overheden en

grote bedrijven en aan de andere kant de reële economie. Banken lenen sindsdien namelijk makkelijker en veiliger geld uit aan overheden, multinationals en in de commerciële vastgoedmarkt, dan aan bedrijven die investeren in de reële economie. Deze scheefgroei is dus van eigen makelij en neemt nog eens toe in tijden van economische crisis.

Ten tweede is de staatslening steeds belangrijker geworden in het bancaire en financiële systeem. Staatsleningen worden daarin als onderpand gebruikt bij financiële transacties en kredietfinanciering. Dit heeft geleid tot een enorme mondiale kapitaalmarkt met banken en schaduwbanken als intermediairs. Overheden en financiële markten zijn hierdoor simultaan gegroeid en vervlochten geraakt.

Onafhankelijkheid bijt zich in de staart

De kredietcrisis van 2008 was een 'wake-up call'. Centrale banken stonden erbij en keken er naar. Financiële markten ontspoorden en banken vielen om. Alles moest uit de kast worden gehaald om de markten tot rust te brengen. De kapitaalmarkt is er door veranderd. De afhankelijkheid van veilig onderpand bij financiële transacties is zelfs gegroeid. En toen kwam maart 2020: een nieuwe diepe financiële crisis als gevolg van Covid-19. Wederom kon de crisis niet worden voorkomen en moesten centrale banken te hulp schieten.

Centrale banken hebben de politieke, financiële en economische problemen aan zichzelf te wijten. 40 jaar lang werkten ze mee aan de groei en vervlechting van financiële markten en overheden. Actief hebben ze bijgedragen aan het vergroten van de rol van staatsleningen. Zonder staatslening geen financiële transacties, zonder transacties geen vraag naar staatsleningen. De druk op de centrale bank om voor beide partijen de kastanjes uit het vuur te halen is enorm. De BIS in Bazel noemt dit 'financial dominance' en 'fiscal dominance'.

Politisering: de weg van de minste weerstand

De meeste centrale banken bieden geen weerstand tegen deze druk. Ze zijn een verlengstuk geworden van financiële markten en overheidsbeleid. Door de centrale rol van de staatslening neemt het primaat van de politiek toe en is de monetaire rol van centrale banken uitgehold. Centrale banken staan inmiddels klaar om hun 'geldpers' te gebruiken om politieke doelstellingen na te streven. In dit licht bezien

is het voor veel mensen misschien ineens duidelijk dat je veel politieker uit de hoek komt.

In het kiezen voor de politieke weg schuilt echter een gevaar. Op de korte termijn vermijdt je misschien pijnlijke keuzes. Op de lange termijn schaadt het echter onze vrijheid en de economische dynamiek. Met permanente overheidssteun, gefaciliteerd of zelfs gefinancierd door centrale banken, worden bedrijven kunstmatig in leven gehouden. Het is een wereld waarin de politiek beslist wie de winnaars zijn en wie de verliezers.

Terug naar het begin

Overigens kun je ook kiezen voor een meer traditionele koers. Een koers die centrale banken hun monetaire rol weer terug geeft. Je biedt daarvoor een opening in je lezing. Je geeft namelijk aan dat je open staat voor het afschrijven van te hoge schulden. Die zijn in de Zuidelijke landen (met name Italië en Griekenland) nu namelijk zo hoog, dat het lastig is om ze door economische groei te reduceren.

Afschrijven van schulden is natuurlijk lastig te organiseren en het doet ook pijn. Staatsleningen kunnen er bovendien hun rol als onderpand door verliezen. Dit zal een negatief effect hebben op de kredietverlening. Toch is het de meest verstandige weg om te bewandelen. Want aan de enorme groei van de kapitaalmarkt komt dan een eind. Bovendien verdwijnt de vervlechting tussen overheden en financiële markten.

Mocht het gebruik van financieel onderpand node worden gemist, dan kan er ook iets anders voor worden gebruikt. Het staat als activa nummer 1 gewaardeerd tegen marktwaarde op je eigen balans: fysiek goud. Misschien is het wat dit betreft toch handig om je weer aan te sluiten bij de koers van de Bundesbank. Die was al geen warm voorstander van het opkopen van staatsleningen. Bovendien publiceerde die Bank niet lang geleden nog een prachtig gedocumenteerd boek over de rol en het belang van goud op de balans van centrale banken.