

De Europese Centrale Bank holt de democratie uit

Posted on 16 mei 2020 by Sander Boon

Het Duitse Constitutionele Hof eist in een onverwacht assertieve uitspraak binnen drie maanden een betere uitleg door de Europese Centrale Bank (ECB) van het gevoerde monetaire beleid. Het Hof neemt geen genoegen met de officiële verklaring van de ECB dat het opkopen van staatsobligaties nodig is om de consumptie aan te jagen en de inflatie naar de doelstelling van 2% te brengen. Die vraag om uitleg is terecht.

Veel belangrijker, maar veel minder zichtbaar, is het werkelijke doel van het opkoop programma van de ECB. Dat is namelijk het ondersteunen van het fundament van ons financiële systeem: de markt voor financieel onderpand. De staatslening speelt daarin een cruciale rol als meest veilige en liquide onderpand. Dit is om twee redenen problematisch. Deze markt is instabiel en vatbaar voor crises. En het bestrijden ervan holt langzaam maar zeker onze democratie uit.

Staatslening als onderpand

Het gebruik van onderpand in de kapitaalmarkt is eigenlijk een mondiale en elektronische versie van het pandjeshuis, dat in sommige Nederlandse gemeenten nog bestaat – nu als overheidsinstelling. Als je geld nodig had, verpande je je bezit en als je weer geld had, draaide je de transactie terug. De verschaffer van geld kreeg voor de transactie een vergoeding. Kon een partij het geleende geld niet terugbetalen, dan verkocht de uitlener het in bezit zijnde onderpand in de markt. Hoe groter de markt, hoe makkelijker het onderpand kon worden verkocht, hoe meer er kon worden geleend. En hoe veiliger het onderpand, hoe meer het werd gebruikt. En dit is precies wat er is gebeurd met staatsleningen.

In 1988 kregen staatsleningen van kredietwaardige landen – op initiatief van de VS en goedgekeurd door de BIS, de bank der centrale banken, in Bazel – de status van risicovrij. Banken konden ze voortaan op de balans nemen zonder daarvoor kapitaal apart te hoeven zetten. Ze gingen staatsleningen echter ook gebruiken als onderpand om geld van andere partijen te kunnen lenen om meer krediet te kunnen verlenen.

Er vond hierdoor een verschuiving plaats van staatsleningen als spaarmiddel naar staatsleningen als onderpand bij financiële transacties. Dit betekende een enorme impuls voor de mondiale kapitaalmarkt. Naast banken gingen steeds meer andere (ongereguleerde) financiële partijen meespelen. Denk hierbij aan pensioenfondsen, verzekeraars en hedgefondsen.

ECB omarmt de onderpandmarkt

In aanloop naar de oprichting van de ECB werden studies gedaan naar deze snel groeiende onderpandmarkt. In 1996 bracht de Europese Commissie een groep financiële experts bij elkaar om het onderliggende financiële bouwwerk van de euro te bespreken. In 1999 concludeerde de groep dat het invoeren van een eenheidsmunt niet voldoende was om tot een geslaagde monetaire unie te komen. Het heikele punt was de gefragmenteerde Europese markt voor staatsleningen.

Ook Alexandre Lamfalussy, van 1994 tot 1997 founding president van de voorloper van de ECB (het Europees Monetair Instituut), zette zijn volle gewicht in voor een Europese onderpandmarkt. Alleen door integratie van deze markten in één kapitaalmarkt, zou de euro van een solide fundament kunnen worden voorzien.

Europese banken moesten staatsleningen van alle deelnemende landen kunnen gebruiken bij financiering van hun leningen, ook staatsleningen van de minder kredietwaardige landen zoals Griekenland, Spanje en Italië. Het onderscheid tussen zwakke en sterke landen moest verdwijnen. De ECB zou hierin, door haar monetaire beleid, een belangrijke rol gaan spelen.

Zo ging ze over tot het tegen marktwaarde waarderen van staatsleningen. Dit was een praktijk die Europese centrale banken tot die tijd slechts weinig hanteerden. Banken konden voortaan actuele prijzen krijgen voor staatsleningen als ze aan de ECB werden aangeboden om aan geld te komen. Hoewel er in goede tijden weinig gebruik van hoefde te worden gemaakt – de onderpandmarkt was dan robuust genoeg om aan geld te kunnen komen – zorgde het door de ECB geboden noodloket voor voldoende rust om de markt te laten groeien. Zo ontstond er een Europese onderpandmarkt die rond 2007 al even groot was als die van de VS.

Eurocrisis verdiept door ECB-beleid?

Paradoxaal genoeg staat de ECB met haar gevoerde onderpandbeleid ook aan de basis van de eurocrisis in 2012 en het huidige opkoopbeleid. De praktijk om onderpand tegen marktwaarde te accepteren voor herfinanciering zorgde er voor dat de crisis rondom Griekenland werd verergerd.

Toen door besmetting steeds meer Zuid-Europese landen te maken kregen met een dalende waarde van hun staatsleningen (en dus een stijgende rente), konden banken ook niet profiteren van het noodloket bij de ECB. Die verschafte namelijk net als de kapitaalmarkt steeds minder geld voor het geboden onderpand. Banken die tot 2010 staatsleningen van eurolanden als gelijkwaardig gebruikten in de onderpandmarkt werden zich bewust van de risico's en maakten opeens weer onderscheid tussen Duitse en Zuid-Europese staatsleningen.

Omdat de marktstress snel toenam en ook de ECB geen oplossing bood, dreigde de crisis uit de hand te lopen. Er ontstond een run op Duitse staatsleningen, terwijl de markt die van Zuidelijke landen dumpte. Die waren in toenemende mate onbruikbaar bij herfinanciering van leningen. De ECB moest wel ingrijpen om iedere twijfel over de risico's van staatsobligaties uit de markt weg te nemen.

Mario Draghi's uitspraak *'the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro'* in 2012 haalde de angel uit het probleem. De ECB liet aan partijen in de

onderpandmarkt weten dat ze in het vervolg de waarde van alle staatsleningen van eurolanden in tijden van stress zou gaan stabiliseren. Door deze beleidswijziging kon de markt er gerust op zijn dat ze ook de staatsleningen van zuidelijke eurolanden weer konden gebruiken voor herfinanciering van leningen bij diezelfde ECB. Sindsdien moet de ECB noodgedwongen steeds weer ingrijpen als er onrust dreigt op financiële markten.

ECB zegt niet wat ze doet

De ECB en de euro zijn geschraagd door de onderpandmarkt en de Europese grootbanken. De ECB werkte mee omdat ze door een geharmoniseerde Europese markt voor staatsleningen monetair beleid makkelijker kon uitvoeren. De stabiliteit van de markt voor Europese staatsleningen is op deze manier een cruciaal onderdeel geworden in het voortbestaan van de euro. Het probleem is echter het gefragmenteerde begrotingsbeleid van EU-landen, waardoor steeds weer vraagtekens ontstaan over de kwaliteit van onderpand. Door de ingrepen van de ECB zijn monetair, financieel, economisch en fiscaal beleid nu met elkaar vervlochten geraakt.

Omdat de ECB niet permanent kan doorgaan met het opkopen van staatsleningen wordt de oplossing gezocht op fiscaal vlak. Het is dan ook niet verwonderlijk dat de ECB achter de schermen onafgebroken wijst op de noodzaak van Europese eenwording, een gedeeld fiscaal beleid en een gedeelde uitgifte van staatsleningen, eurobonds. Het is geen echte oplossing. Schuld als 'risicovrij' onderpand blijft instabiel. Bovendien is het vanuit democratisch oogpunt zeer dubieus, omdat overdracht van soevereiniteit op deze manier wordt afgedwongen via monetaire en financiële weg. Het holt onze democratie uit.

Duitse Constitutioneel Hof eist duidelijkheid

Door staatsleningen te omarmen als fundament voor het financiële systeem heeft de ECB zichzelf in een hoek gedrukt waar ze zich niet meer eenvoudig uit kan manoeuvreren. En in plaats van open kaart te spelen over de werkelijke reden van het opkoopprogramma begon de ECB opnieuw over haar inflatiedoelstelling en het aanjagen van consumentenbestedingen. Het is deze achilleshiel die de ECB moet gaan uitleggen aan het Duitse Constitutioneel Hof.