Er kan inflatie komen, maar nu gelukkig nog even niet

Posted on 23 mei 2020 by Eduard Bomhoff

De Federal Reserve in Washington (de centrale bank van de VS) en de Europese Centrale Bank (ECB) moeten dit jaar vanwege covid-19 massieve hoeveelheden geld in omloop brengen, maar kunnen toch het risico van inflatie wegwerken. Dat klinkt vreemd voor iedereen die weet, dat te veel papiergeld samen gaat met hogere prijzen.

Ik leg in deze column uit hoe de Fed (en de ECB) geld kunnen drukken zonder dat het inflatoir werkt, waarom dat niet in strijd is met de oude lessen van de monetaire economie, en tenslotte waarom er wel een risico is voor inflatie, maar niet op afzienbare termijn.

Eerst zo kort mogelijk een geheugensteuntje voor de monetaire theorie van geldschepping en inflatie. Geld komt in omloop in de vorm van bankreserves, dat wil zeggen de som van drie posten: contant geld in de geldautomaat, geld in de kluis, en geld op een electronische rekening die iedere bank aanhoudt bij de centrale bank.

Zo ging het altijd

Geld in de kluis en geld op een rekening bij de centrale bank is de grondstof voor waar de banken echt mee verdienen: krediet aan hun klanten. Die lenen geld om betalingen te doen voor een huis of een zaak, dus het verstrekte krediet komt onmiddellijk weer terug bij een andere bank (of misschien dezelfde bank) en dan ook als meer geld op de electronische rekening van die tweede bank bij de centrale bank (waar de verevening tussen de banken plaatsvindt). Dan kan die tweede bank de nieuw verworven grondstof voor krediet gebruiken voor een nieuwe lening.

Zo neemt de hoeveelheid geld in de economie toe, met het risico dat extra geld leidt tot extra bestedingen en dus tot hogere prijzen. Snel volgen dan ook hogere lonen, zeker wanneer de economie zo goed draait door die extra bestedingen, en het verhaal eindigt met een loon-prijs spiraal zoals in de jaren zeventig.

Maar na 2008…

Na de recessie van 2008 heeft de Fed die causale keten gebroken door rente te betalen op extra reserves. Eerder waren extra reserves de grondstof voor nieuw krediet, maar brachten ze zelf niets op – precies de logische reden waarom de banken probeerden die extra reserves aan het werk te zetten. Nu krijgen ze rente op hun extra reserves (“extra” gedefinieerd als wat ze aanhouden bovenop wat ze verplicht zijn in huis te hebben als buffer voor de geldautomaten).

Precies een jaar geleden, bij voorbeeld, op 23 mei 2019, was de rente op staatsschuld in de VS 2,37 procent en betaalde de Fed 2,35 procent op extra reserves. De banken hebben geen commerciële druk meer om die extra reserves aan het werk te zetten.

De ECB handelt ook zo. Net als in de VS, maar technisch iets ingewikkelder, manipuleert de ECB de vergoedingen op bankreserves, zodat die reserves gigantisch kunnen toenemen zonder risico op te veel geld in omloop, te veel bestedingen en inflatie. Er is met dit recept ook geen bovengrens aan de hoeveelheid staatsschuld die de Fed en de ECB kunnen opkopen.

Hoe hoog ook het financieringstekort, de ECB kan alle nieuwe schuld opkopen in de secondaire markt, de banken daarvoor betalen met nieuwe extra reserves en de

rentevergoeding voor die reserves zo reguleren dat er niet te veel extra krediet, extra geld en extra bestedingen komen.

Lagere rente

Vanwege covid-19 zijn die rentes nu veel lager. Op zondag 15 maart kondigde de Fed aan dat de rente op extra reserves met een vol procentpunt zou dalen, de grootste mutatie in deze rentevergoeding sinds de start in 2008. Begrijpelijk, omdat ook de rente op staatsschuld navenant was gedaald.

Tegelijk beloofde de Fed om zelf nog grotere aankopen te doen en zo de markt liquide te houden. Dat was toch niet genoeg om een eendaagse financiële paniek te voorkomen op maandag 16 maart. Moet dan de Fed bij iedere toekomstige verandering in het beleid nog meer hulp beloven om een zwarte dag op de beurs te voorkomen? Of hoort bij Wall Street dat wie daar carriere maakt voor grote winst, ook van tijd tot tijd verlies moet dragen?

Objectieve studie van die maandag 16 maart is belangrijk, zie een eerste poging op John Cochrane's blog omdat de kiezers na alles wat er in 2008 en 2009 is gebeurd niet accepteren dat de financiële markten bij een zwarte dag op de beurs noodhulp krijgen, terwijl "gewone" bedrijven maar moeten zien of de overheid kan en wil helpen.

Van monetaire naar fiscale theorie

Zo komt er in plaats van de monetaire theorie nu een fiscale theorie van de inflatie en die luidt als volgt: misschien heeft ooit de ECB zo veel staatsschuld op de balans, dat beleggers nerveus worden, een steeds hogere rente eisen op die staatsschuld vanwege mogelijk staatsbankroet en dan vluchten uit euro's in Zwitserse franken, goud of andere bezittingen buiten de Eurozone.

Dan komt er zeker inflatie in het eurogebied vanwege een val in de wisselkoers van de euro. De trigger is niet de verhouding tussen geld en bestedingen – zoals in de traditionele monetaire theorie – maar de dreiging van failliete overheden die de rente op hun schulden niet kunnen betalen en een ECB die al maar hogere rente zou moeten betalen op bankreserves, maar dat niet meer kan opbrengen. Een nieuwe logica, maar gelukkig nog niet van toepassing voor 2021.