

Wat is er aan de hand in centrale bank-land?

Posted on 30 november 2019 by Sander Boon

Toen het goed ging met de wereldeconomie was er sprake van een vanzelfsprekende consensus over een belangrijke pijler van deze voorspoed: goed monetair beleid. Centrale bankiers hadden het monetaire spel in de vingers gekregen, overheden respecteerden hun expertise en onafhankelijkheid.

De kredietcrisis, de voortdurende steunmaatregelen, de matige economische opleving en de nu weer stagnerende wereldeconomie brengt onrust. De verdeeldheid tussen centrale bankiers neemt toe en het vertrouwen staat op het spel. Het goud duikt weer op als mogelijk anker.

Vertrouwen is het sleutelwoord in de wereld van centrale bankiers. Sinds de volledige ontkoppeling van geld en goud in 1971, berust het mondiale monetaire systeem op het vertrouwen dat we hebben in het beleid van centrale banken. Zij waken over de waarde van ons geld en moeten een te grote kredietcreatie tegengaan.

Centrale banken zijn in onze tijd dan ook gerespecteerde instituten. Uitspraken van

voorzitters van deze banken worden minutieus bestudeerd en de periodieke persconferenties worden door de financiële media breed uitgemeten in hun kolommen. Het woord 'centraal' in hun naam schept dan ook verwachtingen.

Door hun positie kunnen zij ogenschijnlijk alles overzien en ingrijpen waar en wanneer nodig. Het is alsof deze instituten en hun beleidsmakers beschikken over een grote en voorspellende wijsheid. Daar valt echter het een en ander aan af te dingen.

Eurodollars

Onder toeziend oog van centrale banken is er de afgelopen decennia een mondiale geld- en kapitaalmarkt ontstaan die de aanjager is geweest van de 'globalisering'. Dit gebeurde al vanaf 1955, voor een belangrijk deel onder de radar van pers, publiek en wetenschap.

In dat jaar ontstond de zogenaamde eurodollar markt in City of London, een interbancaire geldmarkt in claims op dollars. Deze geldmarkt groeide snel in de voormalige koloniën van Groot-Brittannië (offshore) en andere belastingparadijzen, buiten jurisdictie en toezicht van het Amerikaanse stelsel van centrale banken (de 'Fed').

Global Casino

Eurodollars werden gebruikt ter financiering van handelsstromen, om kredietverlening in andere sectoren te faciliteren en voor speculatieve doeleinden. Vanaf 1980 kregen financiële markten een flinke duw in de rug door opeenvolgende rondes van de- en re-regulering. Een belangrijke impuls was er voor de repomarkt, een markt waarin financiële partijen gebruik maken van kwalitatief hoogwaardig schuldpapier (veelal staatsobligaties) als onderpand bij financiële transacties.

Overheden, financiële instellingen en multinationals gingen de geld- en kapitaalmarkt gebruiken om steeds meer te kunnen (uit)lenen en handelen. De groei kwam met name na 1995, geholpen door de ICT-revolutie, toegenomen economisch vertrouwen door de val van het communisme en de toetreding van China tot de wereldhandelsgemeenschap. De welvaart steeg, maar ook schulden

namen snel toe. Het werd een waar Global Casino.

Regulering bleef achter

Regulering en toezicht is uit zowel praktische als opportunistische redenen achtergebleven. Praktisch, omdat deze markt al snel te groot en complex werd om nog goed te kunnen reguleren. Opportunistisch, omdat centrale banken de markt konden gebruiken voor management van hun dollarreserves en overheden merkten dat er een stabiele vraag naar hun staatsleningen ontstond.

Toch wisten centrale bankiers al in de jaren zeventig van de risico's van dit systeem. De nieuwe beleidsdoctrine werd echter het oplappen van de economie na elke crisis die zou volgen op de nu seriële financiële bubbels.

Kop in het zand

Het ontstaan en functioneren van deze geld- en kapitaalmarkt is weinig belicht door media, wetenschap en centrale banken. Daar zijn een aantal verklaringen voor. In de media is relatief weinig geschreven omdat er waarschijnlijk simpelweg sprake is van onvoldoende kennis.

Belangrijke stappen in het ontstaan van het systeem liggen inmiddels ver terug in het verleden. Bovendien is de materie ook vrij technisch en lastig inzichtelijk te maken voor abonnees. De Britse Financial Times verdiepte zich pas vijf jaar na de kredietcrisis in de wereld van eurodollars. Kritische vragen aan centrale bankiers blijven vaak achterwege.

Wetenschap zit in ivoren toren

Bij de wetenschap speelt 'ideologische verblinding' een rol. Er is weinig relevant onderzoek gedaan door economen omdat lange tijd de natiestaat als economische entiteit werd beschouwd. Groei van een interbancaire geldmarkt, waarbij kapitaalstromen dwars door banken en natiestaten heen gaan, werd daardoor gemist.

Andere economen zochten hun heil in de theorie van efficiënte markten en de neutraliteit van geld in de economie. Geld speelde geen rol in hun econometrische modellen. Zij hoefden dus geen oog te hebben voor de eurodollar geld- en

repomarkt. Het zijn inmiddels studenten economie, verzameld in de organisatie *Rethinking Economics*, die eisen dat ze beter onderwijs krijgen.

Centrale banken ziende blind?

Centrale banken hebben lange tijd gedacht dat de financiële sector in hoge mate zelfregulerend was en dat risico's adequaat werden afgedekt. Verzamelen van gegevens over de eurodollar en repomarkt werd door de Amerikaanse Fed zelfs stop gezet in 2006. In een wereld waarin centrale banken minder grip hebben op financiële markten speelt psychologische beïnvloeding een steeds belangrijker rol. Licht laten schijnen op het gebrek aan grip ondermijnt dit gegeven, van hen zul je dus niet horen hoe de vork in de steel zit.

Wereldeconomie stagneert

Nu elf jaar na de kredietcrisis zitten we nog steeds opgezadeld met hetzelfde financiële systeem. De eurodollar geldmarkt en de repomarkt zijn echter nooit meer teruggekomen op het niveau van voor die crisis. Het begint economisch te knellen. De OECD, het IMF, maar ook ons eigen CPB waarschuwen allemaal dat er sprake is van een ernstige wereldwijde verzwakking die ook in 2020 nog geen kentering zal laten zien. Centrale bankiers hebben inmiddels niet veel munitie meer over om een economische neergang of een nieuwe financiële crisis op te vangen. Interne verdeeldheid tussen centrale bankiers neemt toe.

Centrale bankiers verdeeld

Het rijtje is inmiddels lang. Zo stelt de Amerikaanse Fed gouverneur Lael Brainard dat de Fed in 2015 niet had moeten beginnen met renteverhogingen. Ook is er binnen de Fed verschil van inzicht over de oorzaak van de onlangs opgelaaide crisis in de repomarkt. Aan deze kant van de oceaan neemt de onenigheid over het beleid ook toe.

Toen voorzitter van de ECB Mario Draghi zijn zin doordrukte, de beleidsrente verder verlaagde en het ECB-opkoopprogramma weer opstartte kreeg hij openlijk kritiek van DNB-voorzitter Klaas Knot. DNB stelt ook dat de lage rente het belangrijkste risico is voor de financiële stabiliteit. Ook de baas van de Duitse Bundesbank Jens Weidmann toonde zijn ongenoegen. Sabine Lautenschlager, de Duitse afvaardiging bij de ECB, stapte uit kritiek zelfs voortijdig op.

Niet lang daarna ondertekenden zes oud centraal bankiers, waaronder Nout Wellink, een open brief waarin ze de koers van de ECB hekelden. De Hongaarse centrale bank voorzitter Gyorgy Matolcsy stelde zelfs dat de euro een strategische mislukking was en dat moet worden nagedacht over alternatieven. Bij gebrek aan effectiviteit neemt bij veel centraal bankiers de roep om overheidsinvesteringen toe, een slechte zaak die de problemen niet oplost.

Keert goud terug?

Of het er mee te maken heeft is natuurlijk niet te zeggen, maar de Poolse centrale bank repatrieerde deze week, net als eerder Nederland en Duitsland, 100 ton goud uit de kluizen van de Bank of England. Het toont in ieder geval aan dat Polen niet erg bevreesd is voor geopolitieke spanningen met het Rusland van Poetin.

Onze eigen DNB schreef onlangs op hun website dat goud de ultieme reserve is die een gevoel van veiligheid geeft en vertrouwen schept. Bovendien zegt DNB ‘als het hele systeem instort, biedt de goudvoorraad een onderpand om opnieuw te beginnen’.

Ondertussen heeft de Franse Centrale Bank de goudkluis vernieuwd, waardoor heftrucks nu in staat zijn om de voorraad snel te kunnen verplaatsten. Staan we aan de vooravond van een monetaire revolutie, waarin vertrouwen in beleid van centrale bankiers wordt vervangen door vertrouwen in een monetair anker van goud?