

Opinie • 28 aug 17:00

Verlies centrale banken tart grenzen ECB-beleid

David Marsh Nout Wellink

De verliezen van de centrale banken zijn risicovol, waarschuwen Nout Wellink en David Marsh. De geloofwaardigheid bij het bestrijden van inflatie komt in het geding. En herkapitalisatie ligt politiek problematisch.

Het Financieele Dagblad

Het Europese monetaire beleid wordt steeds ingewikkelder. Uit toegenomen vrees voor een recessie overwegen leden van de Bestuursraad van de Europese Centrale Bank of een einde moet worden gemaakt aan de sterk versnelde rentestijging van de afgelopen veertien maanden. Daarbij rijzen netelige vragen over de verliezen die de ECB en de nationale centrale banken hebben opgebouwd als gevolg van het acht jaar lang gevoerde zeer ruime monetaire beleid.

De bron van de verliezen — rentemismatches op de balans van het Eurosysteem — is dezelfde als die bij andere centrale banken, zoals de Amerikaanse en Engelse centrale bank. Deze hebben ook grote hoeveelheden staatsobligaties gekocht als onderdeel van het zogeheten onconventionele monetaire beleid. Puur economisch gezien kunnen centrale banken zonder moeite verliezen het hoofd bieden. Ze kunnen niet failliet gaan en hebben veel verschillende middelen om balansproblemen op te lossen. Maar door de politiek-economische heterogeniteit van de monetaire unie is de problematiek in het eurogebied ingewikkelder dan elders.

Spanningsveld

Het spanningsveld wordt nog vergroot door de gevoelige situatie waarin de Bundesbank en de Duitse federale overheid verkeren. Beide zijn verwickeld in een reeks procedures voor het Duitse hooggerechtshof. Als gevolg hiervan bestaat het risico dat de geloofwaardigheid van de centrale banken wat betreft hun fundamentele taak, het bestrijden van de inflatie, op de langere termijn wordt ondermijnd.

Overheden over de gehele wereld hebben vertrouwd op de belangrijke noodmaatregelen die centrale banken hebben genomen om de sinds 2007-2008 opgetreden crises tegen te gaan. In de meeste gevallen waren die maatregelen gerechtvaardigd. Maar de uiterst complexe kwesties waarmee de eurozone worstelt, maken duidelijk dat er grenzen zijn aan het te voeren beleid. Uiteindelijk kunnen overheden hun verantwoordelijkheid niet ontlopen voor acties van centrale banken, die — hoewel operationeel onafhankelijk — handelen voor rekening en risico van regeringen en belastingbetalers.

De verliezen van de centrale banken zijn terug te brengen tot twee hoofdoorzaken. Ten eerste heeft het Eurosysteem het bezit aan staatsobligaties met lage, soms negatieve rendementen aanzienlijk vergroot. Ten tweede hebben de — weliswaar traag op gang gekomen — snelle renteverhogingen sinds juli 2022 de vergoeding op de deposito's die banken bij hun centrale bank aanhouden, fors doen stijgen. Tegelijkertijd daalde door de verhoging van de rente ook de waarde van de activa van de centrale banken. Een nuchtere analyse is geboden en de situatie moet niet worden gedramatiseerd.

'Uiteindelijk kunnen overheden hun verantwoordelijkheid niet ontlopen voor acties van centrale banken, die handelen voor rekening en risico van belastingbetalers'

Volgens een werkdocument dat het Internationaal Monetair Fonds (IMF) 7 juli publiceerde, zijn de verliezen in de eurozone 'tijdelijk'. De centrale banken zullen waarschijnlijk na een paar jaar weer winstgevend worden als gevolg van de voorspelde renteontwikkelingen. Dat zou betekenen dat herkapitalisaties door de staat niet noodzakelijk zijn om de kapitaalbasis van de centrale banken te versterken. Toch kunnen we economische en juridische kanttekeningen plaatsen bij de argumenten en aannames in het IMF-document. De verliezen zouden groter kunnen zijn, zoals blijkt uit de gepresenteerde alternatieve scenario's, en de verdeling over de nationale centrale banken zou politieke problemen kunnen opleveren.

De centrale banken van de noordelijke landen van het eurogebied met de hoogste kredietratings lijden de grootste nominale verliezen, omdat hun obligaties de laagste rendementen bieden. Ondanks het verstandige voorzieningenbeleid dat een aantal jaren geleden is gestart, moet de Bundesbank rekening houden met grotere en meer langdurige verliezen dan andere centrale banken in het eurogebied. Volgens het IMF-document zal de Bundesbank vermoedelijk tot 2026 verliezen lijden. Bovendien zouden uitspraken uit eerdere en nog lopende juridische procedures haar monetaire beleidsmogelijkheden kunnen beperken, met potentieel grote gevolgen voor het Eurosysteem.

Politiek lastig

Centrale banken zijn van oordeel dat het nastreven van monetaire stabiliteit altijd prioriteit heeft boven het oplossen van balansproblemen. De situatie met betrekking tot de Bundesbank laat zien dat er een spanningsveld kan ontstaan tussen deze twee overwegingen. Om monetaire redenen zou de Bundesbank de voorkeur kunnen geven aan bijvoorbeeld een verdere verhoging van de depositorente van de ECB, of aan een versnelde stopzetting van de herinvesteringen. Maar dan zouden de verliezen toenemen. De Bundesbank zou daardoor in een positie kunnen worden gebracht die, volgens het Duitse Constitutionele Hof, de noodzaak zou vergroten tot een herkapitalisatie. De uitvoering hiervan zou politiek zeer lastig liggen.

Veel van dit soort vragen worden in het IMF-rapport constructief en inzichtelijk aan de orde gesteld. Een van de meest pregnante vragen blijft vooralsnog onbeantwoord. Waarom is het het IMF dat het eerste serieuze, alle centrale banken van het Eurosysteem omvattende onderzoek

**heeft uitgevoerd naar de mogelijke financiële gevolgen van het kwantitatieve verruimingsbeleid?
Waarom was dat niet de ECB zelf?**

Nout Wellink is voormalig president van de Nederlandsche Bank (DNB). David Marsh is directeur van monetair-economische denktank Omfif.