



**Maarten Schinkel**

## Monetaire financiering als onontkoombaar lot

Wat is de toekomst van de centrale bank? Wie zich daar in wil verdiepen zou in de afgelopen jaren bijna een dagtaak hebben gehad in het aflopen van conferenties en symposia. De aandacht kenmerkt de enorme veranderingen die centrale banken op dit moment doormaken.

Het beteugelen van inflatie veranderde in het bevorderen daarvan. Het beleid verschoof richting 'macroprudentieel': het in de gaten houden van te sterke kredietgroei, mogelijke zeepbellen en andere vroege boodschappers van toekomstige financiële instabiliteit.

De rentevoet was het voornaamste wapen. Nu zitten centrale banken, van Japan tot het Verenigd Koninkrijk, van de Verenigde Staten tot de eurozone, tot hun nek in de opgekochte staatsschuld en andere financiële instrumenten. Nimmer was hun balans zo groot.

Eenvijfde van alle Amerikaanse verhandelbare hypotheek staat nu op de balans van de Amerikaanse centrale bank. Alleen al de opgekochte staatsschuld op de balans van de ECB is nu eenzevende van de gehele staatsschuld van de eurozonenlanden. De ECB-balans is nu groter dan eenderde van de economie van de eurozone, en dat loopt nog op tot ruim 40 procent aan het eind van het jaar. In de VS zijn er soortgelijke verhoudingen.

---

### Centrale banken willen straks af van hun staatsschuld. Maar wat als dat niet lukt?

---

Nu zijn het bijzondere tijden, en vergden de financiële crisis en haar nasleep ook uitzonderlijk beleid. Maar hoe normaliseer je dat weer? Zoals bekend bleek vorige week uit de notulen van de Amerikaanse centrale bank dat er gedacht wordt in de loop van dit jaar de balans met al die aankopen weer af te gaan bouwen.

ABN Amro schreef er dinsdag een inzichtelijke analyse over. De conclusie: het zal zeer voorzichtig moeten gaan, om de hypotheek- en staatsobligatiemarkt niet te verstoren. Pas na 2022 zal de balans van de Fed terechtkomen op een niveau dat vergelijkbaar is met dat van voor de crisis, gecorrigeerd voor onder meer de tussentijdse toename van de geldhoeveelheid.

Maar komt het daar ook van? Het opkopen van staatsschuld en ander spul vond plaats omdat de kortetermijnrente, het normale wapen van de centrale bank, niet of niet ver onder nul kan. Die grens heet de 'zero lower bound', en deed zich voor tijdens en na de financiële crisis.

Die crisis was uitzonderlijk. Maar misschien toch niet zó uitzonderlijk. In een bijdrage aan (weer) een conferentie, ditmaal van het Amerikaanse Brookings Instituut, deden twee economen van de Amerikaanse centrale bank een opmerkelijke voorspelling. In de toekomst zal die ondergrens van nul zich veel vaker gaan voordoen. De twee komen op ongeveer eenderde van de tijd. Over deze conclusie wordt inmiddels druk gedebatteerd, onder meer door oud-topman van de Fed Ben Bernanke.

Maar stel dat de twee economen het bij het juiste eind hebben. Dan zal het opkopen (en weer verkopen) van staatsschuld door de centrale bank misschien wel een standaardonderdeel worden van het monetaire beleid. In de VS, en aannemelijk ook in de eurozone. Voorzichtige conclusie: die staatsschuld, of in ieder geval een deel daarvan, verdwijnt nooit meer van de balansen van de centrale banken. En daar is een treffende term voor, die hen niet erg zal bevallen maar niettemin de situatie in de praktijk goed beschrijft: monetaire financiering.