

# De week van

Jean Vanempten



Klaas Knot, de voorzitter van de Nederlandsche Bank, was onbedoeld de klokkenluider van de grote crisis bij de centrale banken. © PHIL NURMUS

## Centrale banken en de wraak van goedkoop geld

De Nationale Bank van België had nog maar eens een rotweek op de beurs nadat ze had bekendgemaakt dat ze in de toekomst tegen een miljardenverlies aankijkt. Overal kampen centraal bankiers met **forse verliescijfers**. De helden van vroeger zijn plots de schlemielen.

**C**entraal bankiers zijn voorzichtige mensen. Zo voorzichtig dat kenners hun uitspraken moeten wikkelen en wegen voor de betekenis duidelijk wordt. Maar centraal bankiers kunnen ook heel open zijn. En dat leidt tot onbedoelde neveneffecten.

Een brief in september van Klaas Knot, de voorzitter van De Nederlandsche Bank (DNB), aan Sigrid Kaag, de Nederlandse minister van Financiën, veroorzaakte enorme deining in Nederland, maar ook daarbuiten. Knot waarschuwde dat door het veranderde monetaire beleid het verlies van de Nederlandse centrale bank in de komende jaren kan oplopen tot 9 miljard euro. De strijd van de Europese Centrale Bank (ECB) tegen de inflatie maakte dit jaar abrupt een einde aan het tijdperk van het goedkope geld en doet de cijfers van de centrale banken donkerrood kleuren.

De brief van Knot leidde al in september tot een koersval van onze centrale bank. Terwijl De Nederlandsche Bank alleen in handen is van de Nederlandse overheid, is de Nationale Bank van België nog altijd beursgenoteerd. Voor een wakkerer belegger is het dan ook niet moeilijk om in te zien dat onze centrale bank niet anders in elkaar zit dan De Nederlandsche Bank. Maar dat de Belgische centrale bank ver-

volgens meer dan een maand nodig heeft om haar toekomstige verliezen uit te rekenen, geeft te denken.

Sinds de financiële crisis van 2008-2009, en nog meer sinds de eurocrisis, is het goedkope geld een constante in de wereld van de centrale banken. Daarnaast kochten de centraal bankiers massaal obligaties, waardoor ze massaal geld in omloop brachten dat in eerste instantie bij de banken terecht kwam. Dat geld doet nu de verliezen van de centraal bankiers snel oplopen. Door de covidpandemie waren er nog bijzondere steunmaatregelen en werden de inkoopprogramma's niet afgebouwd. Maar zodra de pandemie bedwongen was, ging het hard met de inflatie. Die stijging noopte de centrale banken de rente op te trekken.

### Oplopende rente

Door de snel oplopende rente moeten de centrale banken nu een hogere vergoeding geven aan de commerciële banken, die hun deposito's bij de centrale bank zetten terwijl de obligatieportefeuille niets opbrengt en mogelijk zelfs een negatieve rente geeft.

Een meer dan vilein neveneffect is dat centrale banken in landen met een hoge kredietwaardigheid de hoogste verliezen lijden. 'De negatieve gevolgen gelden voor

alle centrale banken, zowel in het eurogebied als daarbuiten', schreef Knot aan Kaag. 'De verliezen zijn groter voor nationale centrale banken die obligaties hebben gekocht van overheden met een relatief grote kredietwaardigheid zoals De Nederlandsche Bank. Staatsobligaties uit die landen hebben de laagste rente, en zijn dus eerder verlieslatend bij toenemende financieringskosten.'

Knot benadrukt overigens dat de lage rente en het opkoopprogramma een positieve invloed hadden op de economie van Nederland en dat de gevolgen van de covidpandemie veel erger waren geweest als die maatregelen niet genomen waren.

Hoe groot die verliezen worden, hangt van de centrale banken zelf af. Hoe meer de renteremmer wordt ingeduwd, hoe hoger de factuur. Maar het gaat al snel om vele miljarden. De Amerikaanse bank Morgan Stanley raamt dat de ECB volgend jaar 40 miljard euro in het rood duikt. Ook de Amerikaanse centrale bank, de Fed, staat een potentieel verlies van honderden miljarden te wachten.

### Failliet

Zulke verliescijfers bij commerciële banken zouden al snel leiden tot een regelrechte financiële crisis. Maar niet bij de centrale banken. De vraag of die failliet

**In het uiterste geval kan een kapitaalstorting vanuit de aandeelhouder nodig zijn.**

**Klaas Knot**  
Voorzitter  
De Nederlandsche  
Bank

kunnen gaan, werd na de brief van Knot een belangrijk onderwerp. Het korte antwoord op die vraag is: nee. Zolang de centrale bank geld drukt, kan ze de verliezen doorrollen. Maar de werkelijkheid is minder eenvoudig.

Ook hier geeft de brief van Knot duidelijkheid. 'Hoewel een tijdelijk negatief kapitaal wordt gepermitteerd en werkbaar is moet op grond van de regels van het eurosysteem worden vermeden dat daar lange tijd sprake van is. Mocht het tekort te groot zijn of de verwachte winsten te laag, dan kunnen aanvullende maatregelen nodig zijn om een solide balans te herstellen. In het uiterste geval kan een kapitaalstorting vanuit de aandeelhouder nodig zijn', luidt het.

Knot zegt niet meer of niet minder dan dat de Nederlandse overheid eventueel de kapitaalpositie van De Nederlandsche Bank moet versterken. Uiteindelijk moet dan de belastingbetaler de factuur oprapen. Het is niet verwonderlijk dat minister Kaag snel overleg wil, want geld in De Nederlandsche Bank stoppen, is niet evident.

Bij de Nationale Bank van België is dat nog minder vanzelfsprekend. Al ruim twintig jaar voeren activistische minderheidsaandeelhouders een verbeten guerrilla tegen de NBB. Een kapitaalverhoging ligt in die omstandigheden niet voor de hand. Wat zeker lijkt, is dat de Nationale Bank van België het dividend enkele jaren schrapt. Hooguit wordt het 'eerste deel' van het dividend, goed voor 1,50 euro, nog uitgekeerd.

### Strop

De verliescijfers van de centrale banken zijn op die manier op zijn minst een strop voor de overheden. De Fed keerde voor de financiële crisis jaarlijks 20 tot 25 miljard dollar uit aan de Amerikaanse overheid. Na de crisis werd dat 100 miljard dollar, omdat de omvang van de Fed toenam. Nu de Fed het rentewapen agressief hanteert, zal ook het verlies toenemen. Dat verhoogt de kans dat de uitkering aan de Amerikaanse overheid wegvalt. Dat is niet alleen vervelend voor de begroting, maar het snijdt ook in de financiering van ambitieuze projecten die Amerikaans president Joe Biden op stapel heeft staan.

Daar zit wellicht het grootste venijn van de centraal bankiers. De consensus bij economen is groot dat centrale banken niet failliet kunnen gaan, en dat zelfs een negatief vermogen hen niet hoeft te hinderen bij het uitvoeren van hun monetaire beleid. Maar het is onvermijdelijk dat de roddelcijfers van de centrale banken - en zeker hun negatieve vermogen - de overheden tot meer waakzaamheid zullen dwingen. Al is het maar omdat ze - al dan niet gedeeld - aandeelhouder zijn. En omdat ze eventueel belastinggeld in de centrale banken moeten pompen.

### Politieke onafhankelijkheid

In de jaren 70 en 80 groeide wereldwijd een consensus dat een centrale bank een onafhankelijk monetair beleid kan uitstippelen, los van de overheden. Dat maakte de financiële markten geloofwaardiger, waardoor de ingrepen van de centrale banken ook effectiever werden.

De storm waar de centraal bankiers van daag door moeten, maakt ze juist meer afhankelijk van de politici. Knot liet al verstaan dat hij overheidsgeld nodig kan hebben. Dat brengt de man in een lastig parket omdat hij om zijn monetaire doelstellingen te verwezenlijken afhankelijk wordt van geld uit Den Haag.

De uitweg uit dat dilemma is niet eenvoudig. Het Britse weekblad The Economist stelde in een speciaal nummer over centraal bankiers dat centrale banken en de politiek beter moeten samenwerken. Centrale banken spelen al jaren hun rol bij het bestrijden van allerhande crises. In de eurozone hebben ze door de lage rente voorkomen dat landen in de problemen kwamen door een ontsprende begroting. Centraal bankiers moeten beseffen dat ze de crisissen niet alleen kunnen aanpakken. Ook politiek hebben daarin een belangrijke rol. Al weigeren ze die al te vaak op te nemen.

**Jean Vanempten**  
is senior writer