

De balans van centrale banken: 'What goes up must come down...'

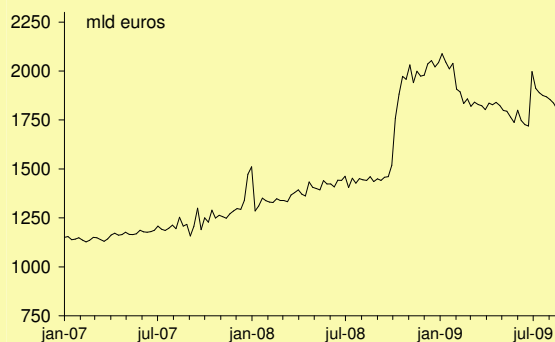
Eén van de oorzaken van de huidige kredietcrisis was een overschot aan goedkoop krediet. Door deze overvloed aan krediet ontstonden er zeepbellen op de aandelen- en huizenmarkten. Het uiteenspatten van de zeepbel op de Amerikaanse huizenmarkt leidde tot grote verliezen bij banken (zie tabel 2.4) en tot een toename van de onzekerheid op de geldmarkt. Hierdoor kwam de kredietverlening tussen banken onderling en van banken aan bedrijven en gezinnen onder druk te staan, met grote negatieve gevolgen voor de wereldeconomie.

Om de economische schade te beperken, proberen de centrale banken met alle macht om weer goedkoop krediet in de economie te pompen. De centrale banken in de Verenigde Staten (de Fed) en in het eurogebied (de ECB) maken daarbij gebruik van alle conventionele en minder conventionele middelen die hen ter beschikking staan. Als onderdeel van de conventionele middelen zijn de officiële rentetarieven fors omlaag gebracht. Daarnaast breidde de ECB haar herfinancieringsoperaties fors uit, zowel wat omvang als looptijd betreft, terwijl de gestelde eisen aan het vereiste onderpand werden versoepeld. Ook de Fed verruimde haar kredietverlening aan de financiële sector op grote schaal.

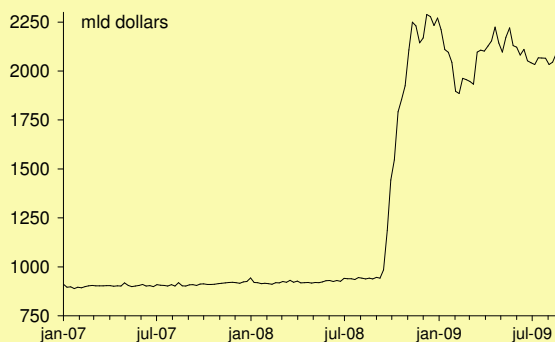
Toen deze conventionele middelen niet toereikend bleken te zijn om de kredietverlening weer op het gewenste niveau te brengen, waren de centrale banken genoodzaakt minder gangbare maatregelen te nemen. De ECB besloot over te gaan tot aankoop van pandbrieven (*covered bonds*), terwijl de Fed overging tot uitbreiding van het programma voor de aankoop van schuld papier (waaronder gebundelde hypotheekleningen en creditcardleningen).

Het gevolg van deze conventionele en niet-conventionele liquiditeitsverruiming is een zeer aanzienlijke verlenging van de balansen van de centrale banken. Vooral in de periode direct na 15 september (het faillissement van Lehman Brothers) zijn de balansen geëxplodeerd, hoewel het balanstotaal van de ECB ook daarvoor reeds een duidelijke toename liet zien. In vergelijking met de ECB heeft de Fed de activazijde van zijn balans uitgebreid met een groter aantal posten voor specifieke liquiditeitsverruimende maatregelen.

Balanstotaal ECB



Balanstotaal Federal reserve



Op het moment dat de economie weer aantrekt moeten de centrale banken, om nieuwe zeepbellen en oplopende inflatie te voorkomen, weer gaan verkrappen. Dit moet op een zodanig moment en in een zodanig tempo gebeuren dat het economische herstel geen negatieve invloed ondervindt. De centrale banken hebben dus een goed uitgewerkte 'exit-strategie' nodig. Zowel ECB als Fed stelt een dergelijke strategie te bezitten. De conventionele liquiditeitsverruimende maatregelen van de ECB en Fed bestaan voor een belangrijk deel uit maatregelen waarvan de looptijd beperkt is. Na afloop van deze looptijd verkrapt de liquiditeit automatisch, terwijl de centrale banken nieuwe liquiditeit dunder kunnen maken. De centrale banken hebben daarnaast nog de mogelijkheid door verhoging van de rentevergoeding op deposito's die banken bij hen aanhouden, kredietverlening aan bedrijven en particulieren te ontmoedigen. Wat het gekochte schuld papier betreft moeten de ECB, maar vooral Fed, te zijner tijd een belangrijke beslissing nemen over het moment waarop en de snelheid waarmee het van de hand wordt gedaan. Tegelijk met een verkrapping van de liquiditeit zullen de Fed en de ECB de beleidsrentes verhogen. Echter, het enkel hebben van een exit-strategie biedt geen garantie dat de inflatie op termijn ook daadwerkelijk beheersbaar blijft of dat economisch herstel niet in de kiem gesmoord wordt. Net zoals voor het begrotingsbeleid hangt alles hangt af van de juiste dosering en de juiste timing.