

Het is opvallend dat landen zoals de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk erin geslaagd zijn om terug met behoorlijke groeicijfers aan te knopen, terwijl de Eurozone en Japan de trein sinds het uitbreken van de crisis maar niet op de sporen krijgen. Waarom dit verschil?

Sommigen verwijzen naar het strenge besparingsbeleid als reden voor de kwakkelende Europese economie, maar dit kan hooguit een secundaire rol gespeeld hebben. Ook de Britten hebben bijvoorbeeld drastisch gesaneerd. Anderzijds probeert Japan al jarenlang tevergeefs de economie aan te zwengelen met oplopende begrotingstekorten.

Een veel plausibelere uitleg is het vermogen van monetair beleid om de economie uit het slop te trekken. Zowel de Verenigde Staten als het Verenigd Koninkrijk voeren een ultra-soepel monetair beleid door massaal vers geld in de economie te pompen. Ook bij de Europese Centrale Bank (ECB) en in Japan laten ze de geldpersen op volle toeren draaien, maar er is een groot verschil in de doorstroming van dit beleid naar de reële economie, wat op zijn beurt te wijten is aan een fundamenteel verschil in *financiële intermediatie*.

Ik leg even uit. In beide Angelsaksische landen verloopt sparen en lenen hoofdzakelijk via financiële markten. Spaarders en investeerders geven er rechtstreeks leningen aan bedrijven (bedrijfsobligaties), overheid (overheidsobligaties), en beleggen in herverpakte leningen. Dit laatste zijn duizenden individuele bankleningen (zoals hypotheekleningen en consumentenleningen) die worden samengebracht in investeringsvehikels en verkocht aan spaarders en beleggers. De leningen werden initieel wel toegekend door banken, maar staan niet op hun balans. De spaarders hebben ze met andere woorden overgenomen, inclusief winsten en terugbetalingsrisico.

Bij dit intermediatiemodel stroomt een versoepeling van het monetair beleid vrij vlot door naar de reële economie. Zo heeft de Amerikaanse (en Britse) centrale bank op de financiële markten massaal overheidsobligaties en herverpakte leningen bij spaarders en beleggers opgekocht in ruil voor vers geprinte dollars. Omdat cash geld niets opbrengt, gebruiken die het geld op hun beurt voor het geven van nieuwe leningen aan bedrijven en (via het aanschaffen van nieuwe herverpakte leningen) gezinnen. Het soepele geldbeleid leidt zo tot meer bedrijfsinvesteringen, consumptie bij gezinnen, en stimuleert de bouwnijverheid.

In Europa (en Japan) gebeurt de intermediatie daarentegen voornamelijk via banken. Spaarders parkeren hun geld bij banken, en die geven hiermee leningen aan bedrijven en gezinnen, of beleggen het voor eigen rekening in overheidsobligaties. In tegenstelling tot de Angelsaksische landen, staan de leningen en overheidsobligaties dus op de balansen van de banken. Niet de spaarders, maar de banken dragen in Europa het risico op de leningen. En laat de banken nu net fel verzwakt zijn door de financiële crisis, waardoor ze schuw zijn geworden om nieuwe leningen te geven. Bovendien moeten banken per 100 euro leningen die ze met ons spaargeld geven, 8 euro eigen middelen als kapitaalbuffer voor mogelijke verliezen op tafel leggen. Het probleem is echter dat de banken (mede door de crisis) onvoldoende eigen middelen hebben, waardoor ze ons spaargeld nauwelijks kunnen omzetten in leningen. Vooral Zuid-Europa kampt met dit probleem.

Doordat onze intermediatie via banken verloopt, is de ECB ook genoodzaakt om de economie via verzwakte banken te reanimeren. Ze doet dit door de banken onbepert en quasi gratis euro's ter beschikking te stellen, maar die gebruiken dit slechts met mondjesmaat om nieuwe leningen te geven, precies om dezelfde reden als voor het spaargeld: ze beschikken over onvoldoende eigen

middelen als kapitaalbuffer voor nieuwe leningen. Zelfs al zou de ECB massaal overheidsobligaties bij banken en publiek (die het geld vervolgens op hun bankrekening zetten) opkopen, de vers geprinte euro's zullen grotendeels in de banksector blijven en nauwelijks doorsijpelen naar de reële economie, zoals in Japan het geval is.

De sleutel om het soepele geldbeleid van de ECB vlotter te laten doorstromen naar de reële economie is het verhogen van het eigen vermogen bij de banken. De overheden zouden dit bijvoorbeeld kunnen doen door als (nieuwe) aandeelhouder vers kapitaal in de banken te injecteren (of via achtergestelde leningen die ook als kapitaalbuffer worden aanzien). In tegenstelling tot de meeste bankreddingen die we hebben gehad, is dit geen verlies voor de belastingbetaler. De overheid deelt dan eenvoudigweg in de winsten, en passeert zelfs een tweede keer langs de kassa omdat de banken ons spaargeld en goedkope euro's van de ECB dan makkelijker kunnen omzetten in leningen aan de private sector, waardoor de economische groei en belastinginkomsten toenemen.