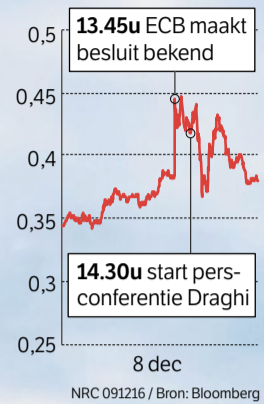
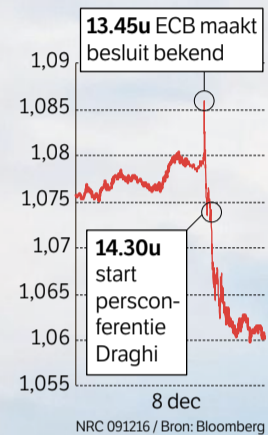


De strijd over het opkoopprogramma van de Europese Centrale Bank (ECB) in Frankfurt klinkt heel technisch, maar is in de kern heel politiek.

Rente Duitse staatsobligaties met een looptijd van tien jaar



Koers van de euro, in dollars



MONETAIR BELEID

ECB rent door én remt af

Voor het eerst schreeft Draghi de maandelijkse opkopen van leningen terug. Maar uitgekocht is hij voorlopig zeker nog niet.

Door onze redacteur
Mark Beunderman

FRANKFURT. Was dat een keerpunt, donderdag in de toren van de Europese Centrale Bank (ECB) in Frankfurt? Voor het eerst gaat de ECB eens minder doen, in plaats van altijd maar meer. 80 miljard euro aan staats- en bedrijfsleningen koopt de centrale bank nu nog per maand. Vanaf april tot en met december wordt dat 60 miljard euro, zo kondigde ECB-voorman Mario Draghi aan.

Het is de eerste terugtrekkende beweging van de ECB sinds zij begin 2015 begon met haar even massale als omstreden opkoopprogramma van leningen. Tot donderdag was het patroon altijd: we trappen op het gaspedaal, ondanks de aanzwellende kritiek op het programma. Banken en pensioenfondsen bijvoorbeeld klagen over de lage rente, deels een gevolg van de ECB-opkopen, en ook spaarders zijn daarmee ongelukkig.

Het Nederlandse ECB-bestuurslid Klaas Knot, president van de Nederlandse Bank, dringt evenals zijn Duitse collega Jens Weidmann al een

tijd aan op het afbouwen van het programma, in financieel jargon 'tapering' (vermindern) genoemd.

Knot en Weidmann verzetten zich al tegen het opkoopprogramma sinds er in januari 2015 mee werd begonnen, maar zij waren toen binnen het 25-koppige bestuur in de minderheid. De meerderheid was en is het met Draghi eens dat de ECB leningen moet kopen om de zeer lage inflatie in de eurozone (nu 0,6 procent) aan te jagen richting het gewenste niveau van vlak onder de 2 procent. Het geld dat de ECB betaalt voor de leningen moet in de economie komen, en daardoor moeten de prijzen gaan stijgen.

Hebben de Noord-Europeanen, vaak 'haviken' genoemd, nu eindelijk terrein teruggewonnen op de 'duiven' die Draghi volgen? Want terug van 80 naar 60, dat lijkt op de eerste stap op weg naar tapering.

Hoera, minder!

In Duitsland klonk meteen gejuich: het Ifo-instituut, een conservatieve economische denktank in München, „verwelkomde” het besluit om de opkopen „terug te schalen”. Zo vatten beleggers de beslissing in eerste instantie oókop. Derentes op staatsobligaties van eurolanden schoten omhoog, want als de ECB zich als koper op de obligatiemarkt terugtrekt, moeten verkopers meer rendement bieden om de obligaties verkocht te krijgen.

Maar toen moest Draghi nog aan

zijn persconferentie beginnen. Zijn boodschap, meermaals en met nadruk verkondigd: dit is géén tapering. „Tapering is niet besproken”, zei hij. Er is „geen tapering in zicht”. Meteen daalde de rente op staatsobligaties weer, precies zoals Draghi had beoogd: hij wilde koste wat kost onrust op de financiële markten vermijden.

Is het 't-woord' nu wel of niet op zijn plaats? In elk geval zijn de haviken nog zeker niet tevreden. Het besluit werd met „brede consensus” genomen,

Het gevecht tussen haviken en duiven in het bestuur gaat in 2017 verder

zei Draghi. Dat betekent dat er geen unanimitieit was. Enkele haviken hadden graag gezien dat de opkopen verder werden teruggebracht.

De tegenstanders van het opkoopprogramma hebben zeker nog het nodige moeten slikken. Het totale volume aan obligaties dat wordt opgekocht, neemt toe. Nog negen maanden steeds 60 miljard erbij - dat is in totaal 540 miljard euro. Dat komt boven op het al voorziene opkoopvolume van 1.800 miljard tot en met maart. Ondertussen blijven de extreem lage ECB-rentetarieven (0 procent voor banken die lenen bij de ECB,

minus 0,4 procent op deposito's van banken) ongewijzigd. Ook benadrukte Draghi dat indien de economische situatie volgend jaar „minder gunstig” wordt, de ECB alsnog weer meer obligaties kan gaan kopen. „En dan kunnen we zeker weer teruggaan naar 80 miljard euro per maand.”

Maar het is twijfelachtig of dat laatste zo makkelijk is. Nu het maandelijkse opkoopbedrag eenmaal is verlaagd, zal het lastig zijn binnen het bestuur een meerderheid te vinden voor verhoging. De klachten over de negatieve effecten van het programma nemen toe en de inflatie trekt weer wat aan. Dat is vooralsnog winst voor de tegenstanders van de obligatiekoop, zoals Knot.

Soepeler criteria

Veel zal afhangen van hoe zich het gevecht tussen haviken en duiven volgend jaar verder ontwikkelt. Er staat veel op het spel. In landen als Italië wordt gevreesd voor oplopende rentes op staatsleningen als de ECB minder gaat opkopen, zeker in deze tijd van politieke instabiliteit.

De strijd gaat niet alleen over de opkoopbedragen, maar ook over de criteria voor het kopen van obligaties. Dat klinkt heel technisch, maar het is in de kern heel politiek.

De ECB mag niet zomaar alle staatsleningen kopen; ze heeft zichzelf aan strenge regels gebonden. Vanwege die regels loopt de ECB tegen een schaars-

teprobleem aan: de hoeveelheid obligaties die ze mag kopen, droogt op. Hoe meer de regels worden versoepeld, hoe langer de ECB kan blijven doorkopen.

Twee regels gingen donderdag op de helling. Ten eerste de regel dat de ECB geen obligaties mag kopen met een looptijd korter dan twee jaar. Dit wordt nu één jaar. Ten tweede de regel dat de ECB geen obligaties mag kopen met een rente die lager is dan de depositorente (nu minus 0,4 procent). Die gold omdat de nationale centrale banken, die de opkopen namens de ECB uitvoeren, anders renteverlies zouden lijden: ze betalen meer rente dan ze binnenkrijgen.

dreigen dan nu dus verliezen voor instellingen als De Nederlandsche Bank? Ja, gaf Draghi toe, maar dat is hún zorg. „Onze taak is prijsstabiliteit, niet het maximaliseren van winsten van nationale centrale banken.”

Maar het morrelen aan een van de belangrijkste regels lijkt nu van de baan. Dat is de regel dat de ECB niet meer dan 33 procent van één type lening in haar bezit mag hebben (bijvoorbeeld een tienjarige Nederlandse obligatie). Draghi zei daarover dat ECB-experts hadden geconcludeerd dat deze regel juridisch moeilijk te veranderen is.

Daarmee lijkt een harde limiet aan hoeveel de ECB kan kopen intact te blijven. Tapering of niet, Draghi's grenzen komen langzaam in zicht.