

## Draghi heeft de geest uit de fles gelaten

By **Mark Beunderman**, [www.nrc.nl](http://www.nrc.nl)

juli 20ste, 2017

Verandering is in aantocht in Frankfurt. Steeds waarschijnlijker wordt het dat de Europese Centrale Bank, die miljarden aan staats-en bedrijfsleningen aankoopt, zich vanaf volgend jaar geleidelijk van die markten zal terugtrekken. Maar hoe snel en hoe geordend die terugtrekkingsoperatie van de ECB zal verlopen: niemand weet het.

Die conclusie valt te trekken uit de persconferentie van ECB-president Mario Draghi, donderdag na een vergadering van het bestuur van de centrale bank. Draghi kondigde aan dat het bestuur „in de herfst” zal praten over mogelijke „veranderingen” in het monetaire beleid.

De meeste beleggers hadden daar al wel op gerekend, maar nu hoorden ze het ook eens van hun leidsman zelf. Tijdens Draghi's persconferentie schoot de koers van de euro met meer dan een cent omhoog ten opzichte van de Amerikaanse dollar, van onder de 1,15 naar ruim 1,16.

Centraal in de discussies in de ECB-toren staat het lot van het enorme opkoopprogramma van staats-en bedrijfsleningen. Sinds maart 2015 heeft de ECB ruim 1.700 miljard euro aan leningen aangeschaft. Voor de 60 miljard euro aan leningen die de bank nog steeds elke maand opkoopt, betaalt ze met geld, dat via het financiële circuit in de economie moet stromen. Dit moet de inflatie aanjagen, zodat de ECB haar inflatiedoel (vlak onder de 2 procent) kan halen.

De voorlopige einddatum van het programma, december 2017, is in zicht. Hoe nu verder? Dat is de grote vraag die de zomervakantie in Frankfurt verstoort.

De druk op Draghi om te stoppen met opkopen neemt toe. De economische groei in het eurogebied versnelt, de werkloosheid daalt, al blijft de inflatie (1,3 procent in juni) onder de ECB-doelstelling. Ook kampt de ECB met een schaarsteprobleem op de obligatiemarkt. Het aanbod aan Duitse staatsleningen droogt op, omdat Duitsland geen nieuwe schulden meer maakt.

### Verhoudingen op scherp

De verhoudingen binnen het ECB-bestuur zullen na de zomer op scherp komen te staan. Het Nederlandse ECB-bestuurslid Klaas Knot, de president van De Nederlandsche Bank (DNB), is al lang fel tegen het opkoopprogramma gekant, onder meer omdat het de werking van de financiële markten zou verstoren. Maar de meerderheid in het bestuur volgt tot dusver Draghi. Al twee keer werd het programma verlengd.

Eén ding is zeker: vanaf januari 2018 komt er geen abrupt einde aan de opkopen. Dat zou een schokeffect op de markten veroorzaken, zo erkent ook Knot.

Een 'exit' uit het opkoopprogramma zal dus geleidelijk moeten gebeuren. Een belangrijke vraag is of de ECB de maandelijkse opkopen vanaf januari gericht gaat terugschroeven richting de nul.

Dit is wat de Amerikaanse centrale bank, de Federal Reserve, in 2014 deed toen ze afscheid nam van haar opkoopprogramma. De Fed verlaagde haar maandelijkse opkoopbedrag binnen negen maanden in stapjes van 10 miljard dollar, van 85 miljard dollar naar nul. Pas daarna verhoogde de Fed ook de rente.

De Fed-methode zit in het geheugen gegrift van elke ECB'er. Toch lijkt de ECB nu al in

dezelfde valkuilen te trappen als de Fed. Wie een monetair paardenmiddel wil afbouwen, moet rekening houden met schrikreacties op de markten, zo heeft de ECB inmiddels ook ondervonden.

Vorige maand verraste Draghi de markten met een toespraak in Portugal, waarin hij leek te suggereren dat een normalisering van het ECB-beleid aanstaande was. Prompt steeg de rente op staatsleningen, evenals de eurokoers (met meer dan twee cent). In Nederland vond zelfs even een run op hypotheekleningen plaats, omdat de hypotheekrente, die nu nog door de ECB-opkopen wordt gedrukt, weer kan gaan stijgen.

Donderdag in Frankfurt maakte Draghi terugtrekkende bewegingen. Hij sloeg een heel voorzichtige toon aan en benadrukte dat het inflatiedoel nog niet is „waar het moet zijn”. Die wat rommelige communicatie doet denken aan de (overigens grotere) onrust die toenmalig Fed-baas Ben Bernanke veroorzaakte in de zomer van 2013. Toen Bernanke onverwacht een einde van het opkoopbeleid aankondigde, zakten de beurzen in het rood, waarna een geschrokken Fed het besluit hierover uitstelde.

## **Problemland Italië**

In de eurozone is inmiddels de geest uit de fles, zo blijkt wel uit het feit dat de eurokoers ondanks Draghi's sussende woorden niet daalde, maar juist verder steeg. Beleggers gaan nu uit van een koerswijziging.

Maar hoe die er precies uit komt te zien, weten ook zij niet. Voor de ECB is een terugtrekking uit het extreem ruime monetaire beleid misschien nog wel lastiger dan voor de Fed. De eurozone is formeel één economie, maar de verschillen tussen lidstaten blijven levensgroot. Elke lidstaat geeft zijn eigen staatsleningen uit.

Italië, economisch zwak en beladen met schulden, is het grootste risicogeval bij een te snelle exit van de ECB. De rente op Italiaanse staatsleningen kan omhoog schieten als de ECB die minder gaat opkopen. In het voorjaar van 2018 gaat Italië ook nog eens naar de stembus.

Het kan reden voor Draghi en anderen zijn om de afbouw van het opkoopprogramma te vertragen. De ECB kan bijvoorbeeld de opkopen vanaf januari terugbrengen van 60 naar 40 miljard euro per maand, maar tegelijkertijd open houden wanneer en zelfs óf er een verdere verlaging komt.