

ECB, blijf kat en muis spelen met de markt

De ECB moet voorlopig doorgaan met het opkopen van obligaties zoals Mario Draghi wil, zegt emeritus hoogleraar monetaire economie *Melvyn Krauss* aan de vooravond van een belangrijke ECB-vergadering. „Dat is ook goed voor Nederlandse spaarders en gepensioneerden.”

Veel mensen in Nederland en Duitsland vinden het gekkenwerk dat de Europese Centrale Bank (ECB) obligaties blijft opkopen én vasthoudt aan haar negatieve rentebeleid terwijl de economie van de eurozone zo goed draait. De patiënt is niet meer ziek, stellen ze, dus waarom nog doorgaan met het medicijn?

Maar ze vergeten dat het medicijn waaraan het herstel te danken is heel zorgvuldig en voorzichtig moet worden afgebouwd, omdat anders een economische schokeffect kan volgen.

Het opkopen van obligaties - de ECB koopt nu maandelijks voor 60 miljard euro aan staats- en bedrijfsobligaties op - zal in een reeks geleidelijke verlagingen over een langere periode moeten worden beëindigd. Anders wordt het herstel weer doorkruist door een sprong in de wisselkoers van de euro tegen de dollar en andere valuta die de groei stuiten. Dit dient de voornaamste zorg van Mario Draghi, Klaas Knot en hun collega's te zijn als ze op 26 oktober bijeenkomen in Frankfurt voor hun cruciale vergadering van de Raad van

Bestuur van de ECB.

Naast de trage inflatie, die achterblijft bij de ECB-doelstelling van iets onder de twee procent, zou ook de angst voor een terugslag de Raad van Bestuur moeten bewegen om het geldverruimingsprogramma te verlengen tot na de huidige einddatum van 31 december 2017. En renteverhogingen uit te stellen tot ruim na de afbouw van de obligatie-opkoop.

In de ECB-vergadering van september zijn twee voorstellen tot een verlenging van de duur besproken: van zes en van negen maanden tot na de huidige vervaldatum. De centrale bank lijkt op negen maanden af te koersen, omdat renteverhogingen bij deze keuze verder naar de toekomst verschuiven en de waarde van de euro - wezenlijk voor de export van de eurozone - dan beter in bedwang te houden is. De ECB gaat ervan uit dat een rentestijging naarmate ze verder weg ligt minder opwaartse druk op de gemeenschappelijke munt zal uitoefenen.

Ook al zijn de haviken en duiven in de Raad van Bestuur het hierover eens, ze denken wel verschillend over de aanpak nadat de volgende fase van de obligatie-opkoop is afgerond, vermoedelijk in september 2018.

Haviken als Bundesbankpresident Jens Weidmann en zijn collega Klaas Knot van De Nederlandsche Bank willen dat de obligatie-opkoop daarmee wordt afgesloten

en dat de ECB deze beëindiging al aankondigt in de oktobervergadering; de duiven willen de opkoop openhouden, zodat ze met een 'fris oog' kunnen kijken als de nieuwe verlenging van de geldverruiming afloopt.

Vermoedelijk zullen de duiven zegevieren - en wel met goede redenen: economisch en politiek kan er nog te veel gebeuren om de ECB nu al vast te leggen op een datum in de herfst van volgend jaar waarop ze de geldverruiming zou moeten staken. Wie heeft de Brexit, Macron en Trump zien aankomen? Deze tijd vraagt om flexibiliteit, niet om over een jaar op een vast tijdstip verplicht van een belangrijk monetaire beleidsmaat-

gel af te stappen.

Bovendien zou zo'n afspraak nu onmiddellijk van invloed zijn op de wisselkoersen en de euro misschien naar een hoogte sturen die het herstel weer kan bedreigen.

Als de duur van de netto-ECB-opkoop nog eens met zes of negen maanden wordt verlengd, moet natuurlijk wel het maandelijkse tempo waarin de centrale bank nieuwe aankopen verricht naar beneden. Anders komt voor de bank snel de bodem in zicht van de obligaties die daarvoor in aanmerking komen.

Als de netto-opkoop van de huidige 60 miljard euro per maand naar zo'n 25-30 miljard per maand zou worden verlaagd, moet het mogelijk zijn om bij een verlenging van de duur met negen maanden voldoende obligaties te vinden die voor opkoop in aanmerking komen.

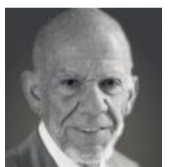
Dit zou ook moeten helpen om de markt ervan te overtuigen dat de ECB zo nodig ook na volgend jaar september weer genoeg gekwalificeerde obligaties zal vinden om de opkoop voort te zetten, zodat de markt in het ongewisse kan worden gehouden over het moment van een eventuele eerste renteverhoging. De angst in Frankfurt is dat de markt de euro onmiddellijk zal opstuwen bij de geringste aanwijzing dat de ECB door een tekort aan obligaties volgend jaar september de opkoop weleens noodgedwongen zou kunnen staken.

Dit alles is onderdeel van het ingewikkelde kat- en muisspel dat de ECB met de markt speelt om de euro laag te houden terwijl de geldverruiming wordt gestaakt.

Een afbouw van de geldverruiming in deze zin - 'lager voor langer' - zou moeten bijdragen tot een hogere winst bij de Sparkassen-banken in Duitsland, maar zeker ook bij de Nederlandse banken en pensioenfondsen, want hiermee verbetert de rentecurve - dat wil zeggen dat de langetermijnrente (beïnvloed door de scherpe daling van de maandelijkse ECB-aankopen) stijgt ten opzichte van de kortetermijnrente (gefixeerd door de verlegde duur).

Aangezien het bedrijfsmodel van banken is om kortlopend te lenen en langlopend uit te lenen, stijgt de winst als de rentecurve verbetert. En aangezien pensioenfondsen afhankelijk zijn van inkomsten uit langetermijnrente, zouden ook zij hierbij gebaat moeten zijn.

Het paradoxale is dus dat een ogenschijnlijke concessie aan Draghi en de duiven feitelijk ten goede komt aan de Nederlandse en Duitse spaarders en gepensioneerden.



Melvyn Krauss is emeritus hoogleraar monetaire economie aan New York University.