

## ECB redde de euro door zijn eigen mandaat op te rekken

Centrale banken speelden een hoofdrol bij het aanpakken van de financiële crisis. De werkwijze van de ECB heeft tot veel discussie geleid.

De grote financiële crisis heeft voor iedereen een eigen startpunt, maar voor de Europese Centrale Bank begint die op donderdag 9 augustus 2007. Dat is de dag dat de internationale geldmarkt, waar banken zichzelf kort financieren, droogvalt. Financiële markten zijn dan al weken in beroering omdat de crisis op de Amerikaanse huizenmarkt grote verliezen veroorzaakt. En op deze dag kondigt de Franse bank BNP Paribas aan de handel in drie van zijn beleggingsfondsen op te schorten. Door de marktomstandigheden is volgens de bank niet meer te bepalen wat de waarde van de betreffende fondsen is. Daarmee is de Amerikaanse 'subprimecrisis' definitief overgeslagen naar Europa.

Samen met de andere grote centrale banken grijpt de ECB, met dan nog Jean-Claude Trichet aan het hoofd, in. Banken kunnen zich tijdelijk herfinancieren bij de centrale bank en doen dat voor €93 mrd. Dat brengt maar voor heel even rust. De dag erna, voor de beurzen open gaan verschaft de ECB voor nog eens €64 mrd aan liquiditeit. De ECB zal de liquiditeitsverschaffing in de maanden erna een aantal keer herhalen om in oktober 2008, nadat Lehman Brothers was omgevallen, over te gaan op volledige liquiditeitsverschaffing voor de lange termijn tegen een vast, laag rentetarief (LTRO).

In 2008 en 2009 verlaagt de ECB, ook in coördinatie met andere grote centrale banken, de beleidsrente van 4,25% naar 1%. Over de bestrijding van de kredietcrisis door de centrale bank zijn drie door het FD geraadpleegde specialisten het wel eens. 'Dat was een goede reactie', zegt Lex Hoogduin, oud-directeur van De Nederlandsche Bank (DNB) en nu onder meer werkzaam als hoogleraar in Groningen. 'Dat branden blussen is heel goed gedaan. Daardoor werd de economie niet zo hard geraakt als tijdens de grote depressie in de jaren dertig', zegt Mary Pieterse-Bloem, hoofd beleggingsstrategie vastrentende waarden bij ABN Amro. 'De ECB heeft zich puur gefocust op het transmissiemechanisme (vertaling van beleidsrente naar de economie - red.). Daardoor implodeerde het financiële systeem niet en konden banken blijven lenen', zegt Remco Schrijvers, beheerder van de monetaire website Money for Nothing.

Maar dan komt de **eurocrisis** er nog over heen. De problemen met de overheidsfinanciën in Griekenland besmetten de rentes in de periferie van de eurozone. De ECB reageert daarop door voor iets meer dan €200 mrd staatsobligaties te kopen van Ierland, Griekenland, Spanje, Italië en Portugal. Dit opkoopprogramma ('SMP') is volgens de ECB nodig voor het transmissiemechanisme. Schrijvers: 'En daar was het ook extreem belangrijk voor. Overheidspapier staat overal op bankbalansen. Als daarop moet worden afgeschreven valt het bancaire systeem. Bovendien: als obligatierentes stijgen, stijgen ook bancaire rentes. En rentes van 6 of 7% zijn voor geen enkel land houdbaar. Maar ik snap de kritiek wel, het raakt aan monetaire financiering'.

Dat laatste vindt Hoogduin ook. 'De LTRO's vond ik verdedigbaar, omdat je op dat moment in een diepe crisis zat. SMP vind ik al moeilijker. Met de kennis van nu had Griekenland conform de normale IMF-regels afgehandeld moeten worden, maar daar was wel verspreidingsrisico aan verbonden. Al is zo'n schuldafschrijving openlijk in strijd met de no-bail-out-clausule van het Verdrag van de EU. Daar waren in 2010 de geesten nog niet rijp voor'. Volgens Pieterse-Bloem zat de ECB met het SMP 'op het randje'. 'De politiek greep onvoldoende in en paste op sommige plekken met bezuinigingen het verkeerde medicijn toe. Dan wordt de centrale bank misschien wel genoodzaakt de verantwoordelijkheid te pakken'.

Helpen doet het maar even. Volgens Schrijvers omdat de omvang van SMP te klein was. In de tussentijd, als de rust tijdelijk is teruggekeerd, probeert DNB het programma een stille dood te laten sterven. 'We wilden ook de volledige liquiditeitstoewijzing gaan inperken. Dan zie je waar de echte problemen nog in het bankwezen zitten. Maar dat is eigenlijk nooit gedaan', zegt Hoogduin, die toen de tweede man was binnen DNB.

In die relatief rustige periode verhoogt de ECB in 2011 twee keer de rente met 25 basispunten. 'Een beleidsfout', aldus Schrijvers. 'De ECB heeft altijd gezegd dat het rente-instrument het hoofdbeleid was en de liquiditeitsmaatregelen complementair daaraan. Met renteverhogingen laat je de markt weten deels te gaan verkrappen, terwijl de eurocrisis helemaal niet was opgelost'. In de zomer van 2011 laait de eurocrisis weer op. De ECB reageert met het heractiveren van SMP en liquiditeitsmaatregelen, zoals driejarige LTRO's. Bij zijn eerste optreden als ECB-president verlaagt Mario Draghi meteen de rente.

Ook dat werkt niet al te lang. In juli 2012 spreekt Draghi in Londen zijn beroemde woorden uit: 'Binnen ons mandaat is de ECB bereid alles te doen om de euro te behouden. En geloof me, het zal voldoende zijn'. Markten reageren opgetogen. Dit is de bazooka waar al heel lang over wordt gesproken. Zo krachtig dat hij nooit gebruikt hoeft te worden.

Draghi belooft met 'OMT' obligaties van landen in nood op te kopen als zij voldoen aan bepaalde condities. 'Het is de meest effectieve maatregel die de ECB genomen heeft', zegt Schrijvers. 'En absoluut noodzakelijk. De sleutel is dat er geen limiet op zit.'

De ECB is toen met het mandaat gaan schuiven, zegt Pieterse-Bloem. 'Ze kozen ervoor om de beschermheer van de eurozone te worden. Alles wat er aan cohesie ontbrak zoals eurobonds en fiscale transfers aan de eurozone werd monetair gecompenseerd.'

Hoogduin vindt OMT 'gezien de spagaat waar de ECB in zat' verdedigbaar. 'Maar hij had het ook kunnen laten lopen. Er is toen een game of chicken gespeeld tussen de Zuid-Europese landen, die geen begrotingsmaatregelen wilden nemen, en de ECB en de laatste heeft als eerste naar de kant gestuurd. Maar als je de euro serieus neemt, moet je de regels handhaven.'

Met OMT is misschien de euro voorlopig gered, maar de inflatieverwachtingen blijven achter. Daarom zette de ECB nog meer onconventionele maatregelen zoals een negatieve rente voor overtollige reserves en een [obligatie-opkoopprogramma](#) (QE). In plaats van de korte rente wil de ECB hiermee grip krijgen op de hele rentecurve.

De meningen over dat opkopen zijn sterk verdeeld. 'De ECB heeft voor zichzelf een ruime interpretatie gemaakt van het Verdrag van Maastricht', aldus Pieterse-Bloem. 'Maar gezien het gegeven dat de Amerikaanse en Britse centrale banken dat pad van QE ook al aan het bewandelen waren, was het voor de ECB des te moeilijker om iets anders te doen. De onzekerheden waren daarvoor te groot. In die zin was het een logische en legitieme keuze.'

Schrijvers: 'QE was een keuze, niet absoluut noodzakelijk. Misschien dat de renteversillen tussen Zuid- en Noord-Europa wat hoger waren geweest, maar ik weet niet of dat grote consequenties zou hebben gehad.'

Volgens Hoogduin is QE helemaal niet nodig. 'Er is niks mis met de inflatie die we nu hebben. Vanaf midden 2013 hadden we kunnen gaan verkrappen. Geleidelijk met twee stappen van 25 basispunten per jaar. Dan had de beleidsrente nu op 2% gestaan.'

Maar nu de crisis achter de rug is, koopt de ECB nog steeds maandelijks voor €60 mrd per maand aan leningen op.

'Wat de ECB doet is in strijd met wat in een democratie hoort', vindt Hoogduin. 'Bij een onafhankelijke centrale bank hoort een beperkt instrumentarium. Na het oplossen van de

crisis hadden ze er een streep onder moeten zetten en de crisismaatregelen moeten afschaffen. Het staat op gespannen voet met de no-bail-out-clausule en het is massieve monetaire financiering.'

Pieterse-Bloem vindt dat er een debat moet worden gevoerd over de toekomst van de ECB. 'Het lijkt nu of de centrale bank ook een doelstelling heeft voor de gezondheid van de economie, veel meer dan daarvoor. We moeten een breed maatschappelijk debat voeren over de voor- en nadelen daarvan'.

## **Letterbrij**

### **LTRO Longer Term Refinancing Operations**

Met dit programma kunnen banken, in ruil voor onderpand, zich voor bepaalde termijn tegen een vaste lage rente herfinancieren

### **SMP Securities Market Programme**

ECB kocht obligaties op van landen om de, in de ogen van de centrale bank, te hoge rente te drukken

### **OMT Outright Monetary Transactions**

Zie SMP, maar dan ongelimiteerd in omvang en onder de voorwaarde dat landen zich aan een hervormingsprogramma onderwerpen

### **TLTRO Targeted Longer Term Refinancing Operations**

Zie LTRO, maar dan onder de voorwaarde dat de kredietverlening wordt uitgebreid

### **QE Quantitative Easing**

Met het opkopen van obligaties door de ECB veranderen de portefeuillevoorkeuren van andere financiële actoren en krijgt de ECB meer grip op de rentetermijnstructuur

### **PSPP Public Sector Purchase Programme**

De staats- en supranationale obligaties die de ECB koopt voor QE

### **CSPP Corporate Sector Purchase Programme**

De bedrijfsobligaties die de ECB koopt voor QE

### **CBPP Covered Bonds Purchase Programme**

De met onderpand gedekte obligaties die de ECB kocht om de markt voor deze belangrijke financieringsbron voor banken te stabiliseren