

Draghi heeft voldoende gereedschap

De Europese Centrale Bank kan niet in zijn eentje de inflatie in de eurozone aanjagen, maar gaat dat waarschijnlijk wel proberen. Wat heeft Mario Draghi nog in zijn gereedschapskist? En moet hij die middelen wel inzetten? 'De beste manier om hieruit te komen is als politici de juiste acties gaan ondernemen', zegt Mary Pieterse-Bloem van ABN Amro. 'Anders kom je in een Japanscenario, waar je steeds dieper in het moeras zakt.'



PAGINA 10



De gereedschapskist van Draghi is nog lang niet leeg

De ECB kan niet in zijn eentje de inflatie in de eurozone aanjagen, maar gaat dat waarschijnlijk wel proberen. Welke onconventionele middelen heeft Mario Draghi nog achter de hand? En moet hij die eigenlijk wel inzetten?

Binnen ons mandaat is de ECB bereid alles te doen wat nodig is om de euro te behouden. En geloof me, dat zal genoeg zijn.' Het is zonder twijfel de belangrijkste uitspraak geweest in de nog korte geschiedenis van de eurozone. De woorden kwamen op 26 juli 2012 uit de mond van Mario Draghi, die pas een paar maanden daarvoor was aangetreden als president van de Europese Centrale Bank. Het muntgebied kraakte aan alle kanten. De economie was na de financiële crisis weer in een recessie beland en financiële markten geloofden niet meer dat politici het tij zouden kunnen keren. De leenkosten van belangrijke eurolanden Italië en Spanje dreigden tot onhoudbare hoogte op te lopen, waardoor de kans op het uiteenvallen van het eurogebied levensgroot was. Er moest iets gebeuren.

De toverformule van Draghi is de 'bazooka' waar de financiële markten op zaten te wachten. Het leidde tot het 'Outright Money Transactions'-programma (OMT), waarin de ECB relatief kortlopende staatsobligaties van landen zou kopen die zich onderwierpen aan een hervormingsprogramma. Het was niet het eerste onconventionele middel dat de ECB tijdens de crisis uit zijn gereedschapskist haalde: eerder had hij het SMP-programma opgetuigd, waar de centrale bank obligaties opkocht van bepaalde landen waarvan de rente te veel uit de pas liep. Het hielp nauwelijks.

OMT is met grote voorsprong het succesvolste onconventionele instrument van de ECB gebleken. Het is zo geloofwaardig dat het nooit gebruikt hoefde te worden.

MEER DAN DE RENTEKNOP

Onder normale omstandigheden bewaakt de ECB de prijsstabiliteit — gedefinieerd als een jaarlijkse geldontwaarding van onder, maar vlak bij 2% op middellange termijn — door aan de 'renteknop' te draaien.

Als de rente eenmaal op de ondergrens staat en de inflatie niet in de buurt van de doelstelling komt en zelfs deflatie dreigt, kan de centrale bank weinig anders dan onconventionele middelen inzetten. De ECB besloot de balans te vergroten door op grote schaal obligaties aan te kopen. Maar €2600 mrd later is de balansvergroting gestopt en verwacht de ECB 1,2% inflatie in dit jaar, 1,5% in 2020 en 1,6% in 2021.

Met een beetje fantasie zou gezegd kunnen worden dat de inflatiedoelstelling op middel-

lange termijn in zicht is en de centrale bank nu even moet afwachten wat alle ingezette maatregelen doen. Dat is ook het officiële standpunt van de ECB zelf. Die heeft al toegezegd de rente niet te zullen verhogen voor het einde van het jaar. De centrale bank gaat ervan uit dat de onzekerheden die nu boven de markt hangen grotendeels zullen verdwijnen en dat de groei in het tweede helft van het jaar zal aansterken. Bovendien ziet de ECB de lonen zich gunstig ontwikkelen en dat zal op termijn in de inflatie zichtbaar moeten worden.

GEEN HERVORMINGEN NA DE CRISIS

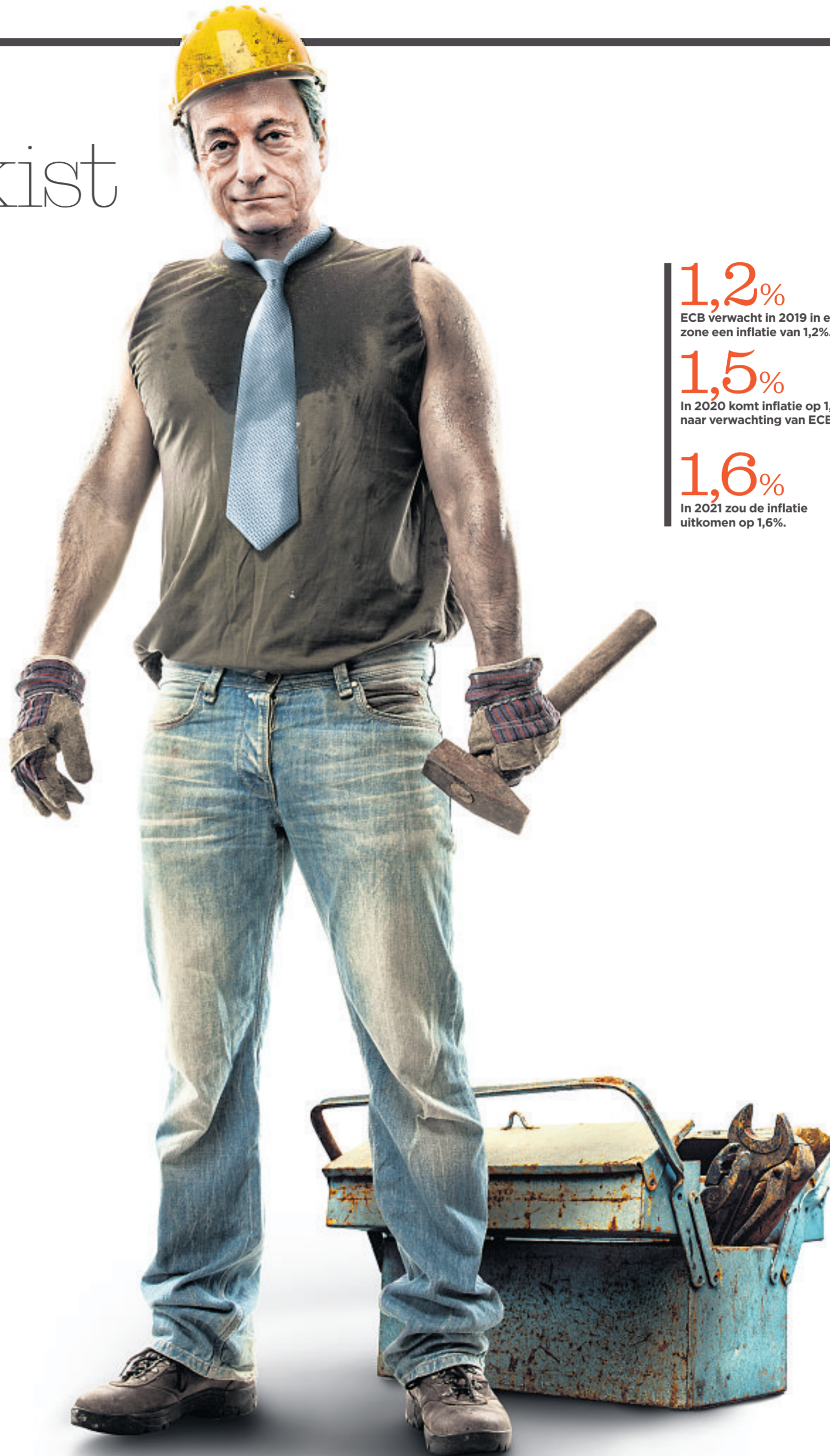
Maar wat nu als de economie niet aantrekt en de groei- en inflatieverwachtingen verder teruglopen? Moet de ECB dan nog meer onconventionele middelen uit de monetaire gereedschapskist pakken?

Klaas Knot, president van De Nederlandsche Bank vindt van niet. Centrale bankiers weten ook niet precies hoe het inflatieproces werkt en een precieze doelstelling is in een onzekere wereld een contradictie, zei hij eind maart in een interview met Het Financieel Dagblad.

De lage inflatie is ook niet de schuld van de ECB, zegt Mary Pieterse-Bloem van ABN Amro. 'Structurele hervormingen zijn na de crisis uitgebleven in Europa. Maar politici weten dat ze zich daarmee niet populair maken en dachten: de ECB lost het wel op.'

'Wij twijfelen niet aan de wil en niet aan het overgebleven gereedschap in de kist', zegt Andrew Bosomworth van obligatiebelegger Pimco. 'We maken ons wel zorgen over de effectiviteit ervan, ook gezien het remmende effect van de demografie op inflatie.' Hij wijst erop dat de demografische ontwikkelingen in Europa sterk op die van Japan lijken, maar dan met tien jaar ertussen. 'De ECB is al tien jaar aan het verruimen en doet dat de volgende tien jaar misschien ook. En dan?'

Pieterse-Bloem stelt dat de gereedschapskist van de ECB 'bijna onuitputtelijk' is. 'De ECB kan alles kopen. Maar wat voor prikkels geef je dan aan je economie? De beste manier om hieruit te komen is als politici de juiste acties gaan ondernemen. Als de ECB dan met ondersteuningsmaatregelen over de brug wil komen, moeten die daar harde hervormingsseisen tegenoverstellen. Anders kom je in een Japanscenario terecht, waar je steeds dieper in het moeras zakt en qua productiviteit de hele economie uitholt. Daar kun je alleen aan ontsnappen door de demografie een enorme puls te geven of de productiviteit.'



1,2%
ECB verwacht in 2019 in eurozone een inflatie van 1,2%.

1,5%
In 2020 komt inflatie op 1,5%, naar verwachting van ECB.

1,6%
In 2021 zou de inflatie uitkomen op 1,6%.

Wat zit er nog in de gereedschapskist?

Niet alleen Mary Pieterse-Bloem en Andrew Bosomworth, ook Sven Jari Stehn van Goldman Sachs denkt dat de ECB verdere onconventionele wapens gaat inzetten als de omstandigheden verder verslechteren. 'Maar dat is niet ons basisscenario.'

1 Oprekken van de 'forward guidance'. 'De ECB kan beginnen bij het verwachtingsmanagement', meent Stehn. Nu zegt Frankfurt nog dat de rente niet wordt verhoogd tot eind dit jaar. 'Dat zou de ECB kunnen verlenen. Ook zou hij kunnen zeggen dat een eventuele renteverhoging zeer geleidelijk zal gebeuren, of dat die gekoppeld kan worden aan de inflatievooruitzichten. Dat heeft voor de korte termijn niet zoveel zin, maar ergens in de rentestructuur zijn renteverhogingen ingeprijsd en die zou de ECB kunnen afzwakken.'

2 Nog meer goedkope bankleningen. Recentelijk heeft de ECB al aangekondigd dat nieuwe leningen worden verstrekt aan het bankwezen. Hoe goedkoop die gaan worden, is nog niet bekendgemaakt. Het doel is de financieringskloof die in de aankomende jaren voor de banken dreigt soepel te overbruggen. Stehn stelt dat als de situatie nu nog verder verslechtert, de ECB die voorwaarden 'zeer generoos' zou kunnen maken, zoals hij dat in het verleden ook heeft gedaan. 'Dat is erg effectief geweest', aldus Stehn.

3 Opkoopprogramma hervatten. De derde optie zou zijn het opkoopprogramma weer te hervatten. 'De lat daarvoor ligt erg hoog, vooral om politieke redenen', schat Stehn in. Ook is er niet zo heel veel meer om te kopen, vanwege de grenzen die de ECB voor zichzelf heeft gesteld. 'Maar die limieten zijn niet in beton gegoten', denkt hij. 'De ECB zou kunnen afwijken van de kapitaalsleutel, maar als het nodig is, is er nog wel ruimte.'

Andrew Bosomworth van Pimco ziet nog genoeg ruimte. 'Het verhogen van de limieten naar 50% van de totale schuld van een land zou betekenen dat de ECB het bedrag aan staatsobligaties op de balans nog kan verdubbelen.' Hij ziet ook geen bezwaren om de eerdere opkoopprogramma's van covered bonds, asset backed securities en bedrijfsobligaties weer op te starten. Juridisch gezien zijn er weinig bezwaren om dezelfde dingen te doen als de Bank of Japan eerder heeft gedaan. 'Die heeft aandelen en vastgoedfondsen gekocht.'

4 Helikoptergeld. 'Het ultieme paardenmiddel is helikoptergeld', zegt Mary Pieterse-Bloem van ABN Amro. De ECB mag dat gecreëerde geld niet geven aan overheden, maar wel aan burgers. 'De vraag is: wat doet dat met het vertrouwen in je geldstelsel? Je kunt zeer onverwachte effecten krijgen, omdat het nog nooit is toegepast. Zelfs in Japan, waar de inflatie al twintig jaar zeer laag is en ze er serieus over hebben nagedacht, hebben ze dat niet aangedurfd.'

'Als we aannemen dat de rest niet heeft geholpen, zou de ECB op een bepaald punt meer kunnen samenwerken met de fiscale autoriteiten', stelt Bosomworth van Pimco. 'Dus het creëren van gelden en die rechtstreeks in de economie pompen. In theorie zou de ECB ook ultralange leningen kunnen kopen van bijvoorbeeld de Europese Investerings Bank (EIB). De EIB kan de opbrengst daarvan gebruiken voor publieke infrastructuur. Als de EIB dan de obligaties niet aflost, heb je permanente liquiditeit gecreëerd. Het is ontegenzeggelijk dat helikoptergeld extreem beleid is, waar uitdagingen rijzen op politiek, juridisch, operationeel en boekhoudgebied. De ECB lijkt niettemin relatief meer ruimte te hebben voor dit instrument dan andere grote centrale banken.'

FOTO'S: ISTOCK, REUTERS
BEELDBEWERKING: FD STUDIO

In het kort

- OMT-opkoopprogramma is succesvolste onconventionele instrument van ECB gebleken.
- Als de groei en inflatie toch tegenvallen, kan ECB-president Draghi nog verschillende andere middelen uit zijn toolbox halen.
- Critici vragen zich af of die zware instrumenten nog wel effectief zijn.
- Tegenover ondersteuningsmaatregelen zouden eisen voor hervormingen moeten staan.