



ECB-president Mario Draghi

FOTO: REUTERS

MONETAIR

Herstart ECB-opkoopprogramma zal landen niet tot hervormen aanzetten



Mary Pieterse-Bloem is lid beleggingscomité ABN Amro. Zij houdt morgen haar oratie als hoogleraar financiële markten, Erasmus Universiteit Rotterdam.

President Mario Draghi van de Europese Centrale Bank (ECB) zinspeelde vorige week in het Portugese Sintra op het herstarten van het opkoopprogramma van schuld papier. Dat is verontrustend. Want met het vorige opkoopprogramma, dat Draghi eind vorig jaar stopte, werd de disciplinerende werking van de obligatiemarkt op overheden verzwakt. Mocht Draghi zijn plan uitvoeren, dan moet er gedacht worden aan een andere aanpak om landen binnen de eurozone tot de nodige hervormingen aan te zetten.

De gevolgen van Draghi's eerste opkoopprogramma zijn dagelijks voelbaar in de financiële markten. De afgelopen jaren heeft de ECB voor €2600 mrd aan schuld papier opgekocht. De centrale bank is daarbij een grote marktpartij geworden die niet prijsgevoelig is. Zij koopt alles wat dit verruimingsbeleid ingeeft, en zit anders in de markt dan de handelaren die een commerciële doelstelling hebben.

Dat vervormt de vrije werking van obligatiemarkten. Wetende dat de ECB

alleen maar opkoopt, en tegen elke prijs, gaan ook andere partijen anders handelen. Zelfs als je als handelaar denkt dat bijvoorbeeld Italië een hogere rente zou moeten betalen omdat het risico op wanbetaling groter is, ga je daarmee niet zo gauw die transactie in. De ECB koopt heel doelbewust Italiaans overheidspapier op om zo die rente te drukken.

Aan de Erasmus School of Economics hebben wij onderzoek gedaan naar de gevolgen van opkoopprogramma's voor de marktwerking. Uit de voorlopige resultaten blijkt dat de verhandelbaarheid van overheidsobligaties wordt scheefgetrokken als handelaren weten dat er een heel grote koper in die markt zit. De verwachting is dat verder onderzoek laat zien dat dit een significant koerseffect heeft.

Het gevolg is dat er nauwelijks nog een disciplinerende werking uitgaat van de obligatiemarkt. Oplopende schuldenniveaus gaan normaliter samen met een hogere risico-opslag in het rentepercentage van zo'n land. Het renteverskil met de degelijkste obligaties in de eurozone, namelijk die van Duitsland, loopt dan op. Maar nu zien we bijvoorbeeld in het geval van Italië dat daar de financieringstekorten boven de 3% dreigen uit te stijgen bij een al hoge schuldenpositie, en het renteverskil met Duitsland daalt. Dat komt vooral door de verwachting dat de ECB weer Italiaanse overheidsobligaties gaat kopen.

De ECB lijkt desondanks het eerder gevoerde beleid van opkoopprogramma's te willen voortzetten. Zij probeert uit alle macht bij zijn inflatiedoelstelling — iets onder de 2% — te komen. Het opkoopprogramma heeft echter ook neveneffecten. Het gewenste neveneffect is dat via lagere rentes en hogere groei, de hogeschuldenlanden ook uit hun schulden kunnen groeien. Maar een ongewenst neveneffect is vaak dat overhe-

den van de eurolanden zelf niet genoeg willen doen om de economische groei te bevorderen.

En dat terwijl er in een aantal eurolanden juist hervormingen nodig zijn voor hogere groei op de langere termijn. Denk daarbij niet alleen aan Italië, maar ook aan Frankrijk, waar verdere arbeidsmarkthervormingen nodig zijn.

Maar de bestaande structuren zijn te zwak om hen daartoe aan te zetten. De ECB heeft bij zijn eerdere opkoopbeleid vaak de wens tot hervormingen uitgesproken, maar kon dit niet afdwingen. De Europese Commissie kan overheden nog in toom houden door een procedure bij buitensporige tekorten te starten. Maar het probleem is dat er onder deze procedure nog nooit een boete is opgelegd.

Er is wel een Europees noodfonds waar overheden met problemen kunnen aankloppen voor financiële steun en waarbij als tegenprestatie hervormingen worden gevraagd. De ervaringen van de landen die dit tijdens de vorige crisis hebben gedaan, leert dat dit wel enig succes kan hebben. De weg naar economisch herstel is lang en in het geval van Griekenland hebben obligatiehouders — ondanks de steun — een flinke afschrijving moeten incasseren.

Het probleem van het noodfonds is dat deze pas wordt ingezet als de crisis al te ver is ingetreden. Dat is eigenlijk te laat. Het idee om dit noodfonds uit te bouwen tot een Europees Monetair Fonds is daarom een goede stap als daarmee een land weer sneller op het juiste pad wordt gezet.

Dat geldt ook voor het net overeengekomen eurozonebudget, met daarbij de voorwaarde dat het beschikbare geld wordt ingezet voor structurele hervormingen. Een herstart van het ECB-opkoopprogramma stimuleert de weg naar hervormingen zeker niet.

Met het eerdere opkoopbeleid kon de ECB de nodige hervormingen nooit afdwingen