



# ECB wordt steeds politieker

22 mei 2024

*Hoe de Europese Centrale Bank tegen wil en dank uitgroeide tot politieke grootmacht.*

Toen Europese staatshoofden en regeringsleiders in 1992 met hun handtekening onder het Verdrag van Maastricht de geboortepapieren tekenden van de Europese Centrale Bank (ECB), hadden zij een saaie, degelijke centrale bank voor ogen. Zoals de Duitse Bundesbank, die vooral de inflatie in toom houdt en ver op afstand staat van de politiek. Die paar keren dat de eerste president, de Nederlander Wim Duisenberg, het nieuws haalde met iets politieks, was het vooral vanwege de pro-Palestijnse acties van zijn vrouw Gretta Duisenberg.

Maar in de ruim dertig jaar die volgden, is het beleid van de ECB steeds politieker geworden. Inmiddels ligt eenderde van de staatsschulden die eurolanden zijn aangegaan, in de kluizen van de ECB: 5.000 miljard euro. De centrale bank hielp met de ‘redding’ van nationale overheden en banken tijdens de eurocrisis en pompte gigantische bedragen in de economie tijdens de coronapandemie. Het toezicht op de belangrijkste banken van de Europese Unie (EU) werd uit de handen gehaald van de nationale overheden, en overgeheveld naar de ECB in Frankfurt.

Bij de oprichting van de ECB had niemand zo’n invloedrijke centrale bank voor ogen. Maar de eurocrisis van zo’n tien jaar geleden veranderde alles. ‘Vasthouden aan de geest van het Verdrag van Maastricht, op het hoogtepunt van de eurocrisis had onze muntunie vermoedelijk de kop gekost,’ zei president van De Nederlandsche Bank Klaas Knot tijdens zijn Economielezing van 2020.

Maar ook een Europese Unie die nog niet af is, dwingt de ECB om telkens bij te springen. Een groot probleem zijn de eurolanden die hun overheidsfinanciën laten ontsporen en het ontbreken van effectieve mechanismen om dat tegen te gaan.

Door de hoge staatsschulden verkeert de ECB in een moeilijke positie, zegt hoogleraar economie Ivo Arnold (59) van Erasmus School of Economics in Rotterdam. ‘De euro blijft een kwetsbare munt. Als de ECB zich zou opstellen als monetaire havik en de rente extreem zou verhogen om de inflatie te bestrijden, dan schaadt ze ook overheden door de hogere rente op staatsschulden.’

De afweging om havik of duif te zijn, moet de bank verantwoorden. Wie de afweging niet bevalt, zal de bank al snel het verwijt maken politiek te bedrijven – in plaats van monetair beleid uit te voeren. ‘De legitimering blijft een belangrijke vraag voor de ECB,’ zegt Adriaan Schout (63). Schout is voormalig hoogleraar European Public Administration aan de Radboud Universiteit Nijmegen en senior-expert van Instituut Clingendael.



Hoe zorgt de bank ervoor dat het grote publiek haar optreden aanvaardbaar vindt? Onafhankelijkheid maakt onderdeel uit van die legitimering van de bank. Schout: ‘Maar wat is dat? De ECB bedrijft politiek doordat haar besluiten diep ingrijpen bij burgers en bedrijven. Als de bank de rente verhoogt, dan worden mensen geraakt. Het beleid is niet neutraal en daarom altijd politiek.’

**Dat de bank** veel meer invloed heeft gekregen dan in 1992 werd verwacht, verbaast Schout niet. ‘Instituties doen altijd aan **mission creep**. Dat doet Albert Heijn met zijn aanbod, dat doet de ECB ook. Het hoort erbij.’ **Mission creep** is het stukje bij beetje uitbreiden van taken en doelen van een organisatie.

Maar veel van die taken kreeg de ECB tegen wil en dank opgelegd. Want terug naar 1998, toen Wim Duisenberg aantrad als eerste president van de gloednieuwe ECB. Duisenberg en zijn staf beperkten hun taak tot het primaire doel van een centrale bank: het in toom houden van de inflatie. Als zij die zou weten te beheersen, dan werden de secundaire doelen (goed draaiende economie, welvaart, schoon milieu) ook wel gehaald.

Maar die strikte monetaristische opvatting bleek niet houdbaar bij het uitbreken van de kredietcrisis in 2008. De financiële sector stond op het punt van instorten. Nationale toezichthouders wisten zich geen raad met banken die over de landsgrenzen heen werkten. Dat bleek in Nederland bij de redding van ABN AMRO, de bank die net daarvoor was opgekocht door andere Europese banken. Vandaar dat de ECB als de pan-Europese banktoezichthouder werd aangesteld.

Nog veel meer macht ging naar Frankfurt tijdens de daaropvolgende eurocrisis. Toen Griekenland in 2009 de rente en aflossing op de staatsschuld niet meer kon betalen, twijfelden beleggers aan het voortbestaan van de euro. Want hoe zat dat met Italië? Spanje? Portugal? Bracht dit de muntunie niet in gevaar?

De ECB, behept met de taak om de euro overeind te houden, sprong in. ‘**Whatever it takes**,’ sprak toenmalig ECB-president Mario Draghi in 2012 – tegen elke prijs. Wie speculeerde tegen de euro, vond een vastberaden ECB met diepe zakken tegenover zich. Want een centrale bank kan ongelimiteerd geld drukken om er staatsobligaties of andere bezittingen mee op te kopen. Daardoor werd speculeren zinloos en kalmeerden de markten.

**En zo werd** de ECB naast inflatiebestrijder ook banktoezichthouder en redder van de euro. En nog weer later de redder van de economie. Want in 2014 begon de Europese Centrale Bank met het grootschalig opkopen van staats- en bedrijfsobligaties. De Europese economie zat in het slop en de inflatie dreigde om te slaan in deflatie, omdat consumenten en bedrijven hun hand op de knip hielden. Door obligaties op te kopen en de verkopers versgeprinte euro’s in handen te drukken, hoopte de ECB de kooplust aan te wakkeren.

Op het hoogtepunt in 2023 was er onder het zogeheten APP (**assets purchase**-programma) voor 3.300 miljard euro aan obligaties opgekocht door de ECB. ‘Ik denk dat er toen echt wel macro-economische argumenten waren om het APP in te zetten,’ zegt hoogleraar Ivo Arnold. ‘We hebben het over de periode 2014, toen de echte kwantitatieve verruiming door de ECB begon. We hadden een Europees gemiddeld extreem lage inflatie. En een aantal landen in de eurozone had zelfs een negatieve inflatie.’



Kritiek indertijd dat het de ECB onder leiding van de Italiaan Draghi vooral zou gaan om Italië met zijn torenhoge staatsschuld uit de wind te houden, noemt Arnold niet overtuigend. Wel is de ECB erg lang doorgestaan met het opkoopprogramma, zegt Arnold. ‘Als monetair crisisinstrument snap ik helemaal dat je dat doet. Maar het is eigenlijk een regulier instrument geworden. Daar kun je vraagtekens bij zetten.’

Maar het bleef niet bij APP. In maart 2020 lanceerde de ECB als reactie op de uitbraak van de coronapandemie het PEPP-programma (**pandemic emergency purchase**-programma). In de afgelopen jaren heeft de ECB via het pandemieprogramma nog eens voor 1.700 miljard euro aan staatsobligaties aangekocht.

Arnold: ‘Ik denk dat je achteraf kunt zeggen dat een monetaire stimulans van die omvang misschien toch een beetje te groot is gebleken. We hebben ook een snel herstel gehad natuurlijk. Maar ja, dat weet je op het moment zelf nooit. Dus dan neem je het zekere voor het onzekere. Maar ook bij PEPP denk ik echt dat de ECB te lang doorgaat.’

Het APP uit 2015 wordt sinds 2023 in snel tempo afgebouwd. Landen en bedrijven lossen hun obligaties af en zo vermindert de schuldenberg vanzelf. Maar voor pandemieprogramma PEPP koopt de ECB maandelijks nog steeds obligaties op.

Christiaan van der Kwaak (41), universitair hoofddocent aan Rijksuniversiteit Groningen, doet veel onderzoek naar de effectiviteit van de opkoopprogramma's. Van der Kwaak: ‘Het APP was iets nieuws toen de ECB ermee begon. Tegenwoordig zijn zulke opkoopprogramma's toch vrij algemeen geaccepteerd als instrument voor monetair beleid. De Amerikaanse Federal Reserve heeft zulke programma's gehad, net als de centrale banken van Engeland en Japan. De meeste economen vinden ze dan ook niet meer controversieel.’

Wel leveren de opkoopprogramma's sinds kort financiële problemen op. Technisch gezien haalt de centrale bank met een opkoopprogramma langlopende obligaties uit de markt. Die worden vervangen door kortlopende reserves die banken als ING aanhouden bij de centrale bank. De rente op langlopende obligaties is laag, dus de ontvangsten van de centrale bank zijn laag. Terwijl de rente die de centrale bank op de kortlopende reserves moet vergoeden, hard is opgelopen, naar 4 procent.

Het Eurosysteem, bestaande uit de Europese Centrale Bank en nationale centrale banken als De Nederlandsche Bank, lijdt daardoor sinds kort miljardenverliezen. Terwijl overheden eerst profiteerden van een lagere rente op de staatsschuld, lopen ze nu de winstuitkeringen mis van hun centrale banken. En mogelijk moeten ze zelfs miljarden aan kapitaal bijstorten om te voorkomen dat het eigen vermogen van het Eurosysteem negatief wordt. Het tast de onafhankelijkheid van de centrale banken aan.

Maar dat is nog niet eens het grootste probleem waarmee de ECB kampt, waarschuwen Arnold en Van der Kwaak. Tijdens de eurocrisis hielp de ECB mee met het ‘redden’ van landen als Griekenland en Portugal, vaak in ruil voor houtje-touwtje opgezette saneringsoperaties.



**Uiteindelijk kwam er** een structurele oplossing: de ECB zou alleen nog maar staatsobligaties van probleemlanden opkopen via het zogeheten OMT-programma (**outright monetary transactions**-programma) als zij zich eerst hebben gecommitteerd aan strenge voorwaarden om hun staatsfinanciën weer op orde te krijgen. Niet fijn voor politici, maar wel een goede stok achter de deur dat je als land niet zomaar wordt gered door de geldpers van de ECB.

Toen de inflatie na de coronapandemie en de Russische inval in Oekraïne opliep, stond de ECB voor een dilemma. Een centrale bank temt de inflatie doorgaans door de rente te verhogen (zodat burgers en bedrijven minder geld overhouden om spullen van te kopen), maar daarmee zouden ook de landen met torenhoge staatsschulden opnieuw in de problemen kunnen komen. Hun rentelast zou immers hard oplopen. Het geloof dat het vangnet van het OMT voldoende zou werken om die landen eventueel te redden, was kennelijk niet groot. Daarop kondigde ECB-president Christine Lagarde een ‘anti-fragmentatie-instrument’ aan: het Transmissie Protectie Instrument (TPI).

Als de ECB oordeelt dat beleggers onterecht speculeren ‘tegen’ een euroland, kan de bank preventief de staatsobligaties opkopen. Het resulteerde erin dat speculanten zich inderdaad koest hielden toen de rente begon op te lopen. Maar tegen welke prijs? De ECB begeeft zich steeds meer op het terrein van politici, waarschuwen Arnold, Schout en Van der Kwaak.

Want wanneer is een rentestijging goed verklaarbaar en wanneer niet? Wat betekent het als de rente op bijvoorbeeld Italiaanse staatsobligaties omhoog schiet? Ivo Arnold: ‘De ECB heeft zich in een positie gemanoeuvreerd waar ze bijna per definitie een politiek oordeel moet geven. Want de ECB moet in dat geval bepalen of een crisis op de Italiaanse obligatiemarkt **out of the blue** komt of dat die het te maken heeft met wat Italiaanse politici van plan zijn. Dat kan de reputatie van de ECB schaden als ze zich in die discussie mengt.’

De ECB heeft TPI (dat op de financiële markten al snel werd omgedoopt in **To Protect Italy** – om Italië te beschermen) nog niet gebruikt. Toch vreest ook Van der Kwaak dat de ECB zich heeft klemgezet. ‘Je neemt een belangrijke prikkel weg voor politici om hun problemen op te lossen, omdat politici de ECB voor een keuze kunnen plaatsen tussen een faillissement van hun land en activering van TPI. De politieke druk op de ECB zal dan groot zijn om TPI te activeren, wat in elk geval tegen de geest van het Verdrag van Maastricht ingaat.’ Want waarom zou je als probleemland nog aankloppen bij het strenge OMT-programma van de ECB, als je ook speculanten de schuld kunt geven en de ECB tegen minimale voorwaarden je staatsobligaties opkoopt en de rentelasten drukt?

**Ondanks de hoge** inflatie waartegen de ECB nog altijd strijdt, lijkt het momenteel rustig rond de euro en op de Europese kapitaalmarkten. ‘We hebben stabiliteitsmechanismen, en de banken staan er beter voor. Dus ik denk dat wanneer er weer een crisis ontstaat, we wat beter zijn voorbereid dan vijftien jaar geleden,’ zegt Ivo Arnold. Hij legt ook uit dat een eurocrisis nooit ver weg is.

De rente is in de afgelopen twee jaar weliswaar hard gestegen, maar door de hoge inflatie ligt de reële rente (rente min inflatie) niet hoog. ‘Daarom zijn de obligatiemarkten kalm gebleven.



De vraag is wat er met Italië gebeurt als de inflatie zakt naar 2 procent, de nominale rente nog op zo'n 4,5 procent staat en de Italiaanse economie net als in de afgelopen 20 jaar blijft stagneren. Dan hebben we een schuldendynamiek die weer de verkeerde kant op gaat,' zegt Arnold.

Stijgt de rente op die manier fors, dan kan Italië zo maar weer in de problemen komen. Met als gevolg onrust op de financiële markten, plus een Europese Centrale Bank die moet besluiten of ze TPI wel of niet van stal haalt – met alle politieke druk van dien.

**1992** Raamwerk voor de ECB vastgelegd in het Verdrag van Maastricht **1998** ECB opgericht, Nederlander eerste president **1999** Invoering van de girale euro **2002** Minister van Financiën haalt euro's uit de geldautomaat **2003** Jean-Claude Trichet (Frankrijk) wordt president van de ECB **2008** De kredietcrisis breekt uit. De ECB krijgt grotere rol in banktoezicht **2011** Tijdens de eurocrisis treedt Mario Draghi (Italië) aan als president ECB **2012** ' ' zegt : 'De ECB is bereid alles te doen wat nodig is om de euro te behouden. En geloof me, het zal genoeg zijn' **2015** De ECB begint met grootschalig opkopen van obligaties en zet beleidsrente op -0,1 procent **2019** (Frankrijk) wordt president van de ECB **2022** ECB lanceert Transmission Protection Instrument (critici: ) **2022** Beleidsrente niet langer negatief **2023** Einde opkoopprogramma APP. Corona-programma PEPP loopt nog