

# Waartoe dient de Europese Centrale Bank ?



*Ander*  
EUROPA

Herman Michiel

# Waar toe dient de Europese Centrale Bank ?

## Het monetair beleid in de eurozone sinds het uitbreken van de financiële crisis in 2008

Dit artikel is een poging om – naar beste kunnen – enige verduidelijking te geven over het beleid van de Europese Centrale Bank, de ECB. Sinds het uitbreken van de financiële crisis in 2008 hebben de centrale banken wereldwijd, en de ECB in het bijzonder, allerlei initiatieven genomen om het financieel systeem overeind te houden. Het weinige dat hierover in de media gezegd wordt volstaat niet om zich een oordeel te vormen, al was het maar vanwege van het gebruikte jargon met afkortingen als QE, LTRO, OMT... Velen vermoeden, terecht, dat achter de schermen een beleid gevoerd wordt in het belang van banken en financiële machten, maar hoe de vork precies in de steel zit lijkt ons petje te boven te gaan. Die financiële machten zullen daar niet rouwig om zijn, want niets komt hen beter uit dan burgers die de geldpolitiek beschouwen als iets als de relativiteitstheorie, een zaak die beter aan experts overgelaten kan worden.

Enig inzicht in wat ‘daar boven’ gebeurt is dus geen overbodige luxe. In deze tekst geven we een overzicht van de belangrijkste initiatieven die de ECB heeft genomen sinds het uitbreken van de crisis, en zo mogelijk ook enige duiding. Een echte kritische evaluatie van het ECB-beleid en de debatten onder monetaire experts daarover vallen buiten het bestek van dit artikel (en de mogelijkheden van de auteur). Toch kunnen we hopen dat enige feitenkennis bijdraagt tot meer publiek debat over het Europees monetair beleid.

Deze tekst verscheen op 19 januari 2016 op de website van Ander Europa ([www.andereuropa.org](http://www.andereuropa.org)).

Herman Michiel is redacteur van Ander Europa.

## Conventioneel beleid

Sinds het uitbreken van de financiële crisis (2008) spreekt men vaak over het *onconventioneel* of *niet-standaard* monetair beleid van centrale banken. Laat ons eerst eens kijken wat men onder hun conventioneel beleid verstaat.

Van centrale banken (zoals de ECB, of de Amerikaanse 'Fed') worden een aantal dingen verwacht, zoals het in toom houden van de inflatie, dat wil zeggen vermijden dat er te grote prijsstijgingen komen. De ECB stelt zich als doel de inflatie op ongeveer 2% te houden. Andere opdrachten van centrale banken zijn het nastreven van een gewenste wisselkoers ten opzichte van andere munten, het zorgen voor liquide middelen voor het betalingsverkeer <sup>1</sup>. Daarnaast kan een centrale bank een rol spelen in het stimuleren van de economische activiteit en de werkgelegenheid (maar dit is geen uitdrukkelijke opdracht van de ECB).

Centrale banken beschikken over een aantal instrumenten om deze doelstellingen te realiseren; het belang van elk van deze instrumenten verschilt naargelang de 'financiële cultuur' <sup>2</sup>. Zo spelen aandelen en bedrijfsobligaties <sup>3</sup> een grotere rol voor de financiering van bedrijven in de USA dan in Europa, waar bankleningen prominenter zijn. Dit weerspiegelt zich dan ook in verschillen tussen de ECB en haar Amerikaanse tegenhanger. In de eurozone (de 19 landen met de euro als munt) is het centraal instrument van de ECB het tarief waarmee banken korte-termijnleningen afsluiten bij de ECB, de zogenoemde herfinancieringsrente of '*refirente*'. Alle andere tarieven, bijvoorbeeld waarvoor particulieren lenen bij een private bank, passen zich aan dit tarief aan (of dat is althans de bedoeling) zodat het een monetair beleidsinstrument is

In de Verenigde Staten bestaat het standaard monetair instrument eerder uit het opkopen of verkopen van schuldpapier van de Amerikaanse overheid ('treasuries'). Dit verschaft of onttrekt liquide middelen bij

de banken, maar heeft ook een effect op het renteniveau (zie kaderstukje "Rentevoet en obligatieprijs").

### Rentevoet en obligatieprijs

Een hoge rentevoet doet de prijs van obligaties dalen, en omgekeerd leidt een lage rentevoet tot een lagere prijs van obligaties. Waarom is dit zo? Veronderstellen we dat een overheid of een bedrijf een obligatie uitgeeft (op de zgn. primaire markt) met een uitgifteprijs van 100 €, waarvan de jaarlijkse rente 5% bedraagt. Wie de obligatie in zijn bezit heeft, verdient dus elk jaar vijf euro. Obligaties kunnen, net zoals aandelen, doorverkocht worden (op de 'secundaire markt'). Wanneer ze zeer in trek zijn, zijn beleggers bereid er meer dan 100 € voor te betalen ('boven pari'), en omgekeerd daalt de marktprijs onder de uitgifteprijs ('onder pari') voor minder begeerde obligaties.

Stel dat je de obligatie koopt voor 50 €. Nog steeds krijg je 5 € per jaar, want de rente wordt berekend op de nominale waarde, niet op de marktwaarde. Maar 5 € op 50 € is een opbrengst van 10%. Als deze trend zich op min of meer grote schaal voordoet, zullen banken hun rentevoet, hetgeen ze betalen aan wie hen geld wil lenen, moeten verhogen, want anders wenden beleggers zich uitsluitend tot de obligatiemarkt

Een lage prijs voor obligaties doet dus de rentevoet stijgen, en door het zelfde mechanisme is ook het omgekeerde het geval.

Wanneer de Fed nu 'treasuries' (obligaties van de Amerikaanse overheid) opkoopt worden ze schaarser en stijgt de prijs; de rentevoet zal dus dalen. Wanneer ze daarentegen dit overheidspapier te koop aanbiedt, daalt de prijs en stijgt de rentevoet.

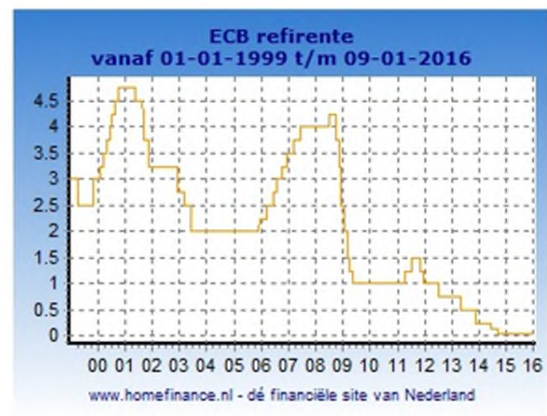
Hoe de rentevoeten ook beïnvloed worden, een hoog rentetarief, duur geld dus, zal de economische activiteit afremmen en kan zo

de inflatie beperken. Het kan ook buitenlandse beleggers aantrekken, omdat ze een hogere vergoeding krijgen voor hun geld; de vraag naar deze munt neemt toe, de wisselkoers verhoogt, wat een nagestreefd doel kan zijn. Omgekeerd zet een laag rentetarief in principe aan tot lenen. Bedrijven kunnen er mee investeren, particulieren kunnen meer consumeren. Kortom, het stimuleert de economie en wakkert de inflatie aan.

### Niet-conventioneel beleid

Toen de financiële crisis medio 2008 in volle hevigheid uitbrak (faillissement van Lehman Brothers, september 2008) dachten de Europese beleidsmakers nog dat dit een Amerikaanse aangelegenheid was. In juli van dat jaar trok de ECB (toen onder Jean-Claude Trichet) de rente nog op van 4 naar 4,25%; naar ECB-normen was de gemiddelde inflatie in de eurozone toen immers veel te hoog (4%). Maar lang kon de ECB de realiteit niet ontkennen; de crisis bleek er een te worden van de hele kapitalistische wereldeconomie. Pas toen de rommelkredieten en toxische producten uit de (brand-)kasten begonnen te vallen, begon het door te dringen hoe lichtzinnig banken in de euforische jaren met het financieel systeem waren omgesprongen. Gevolg: banken vertrouwen elkaar niet meer, lenen elkaar nauwelijks nog geld uit angst het niet meer terug te krijgen. Maar interbancaire leningen (leningen tussen banken) zijn de gangbare manier waarop banken hun korte-termijnbehoefte aan liquide geld voldoen. Men stond voor een *credit crunch* (ineenstorting van de kredietverlening) die de zich ontwikkelende economische crisis alleen maar kon verergeren. De ECB kon niet anders dan zelf een veel directere rol gaan spelen in het garanderen van de liquiditeit voor de banken en de refirente te verlagen. Grafiek 1 toont hoe de refirente in het najaar van 2008 in sneltempo van 4.25% naar 1% werd teruggebracht. Dat is dan een eerste vorm van 'niet-conventioneel' beleid van de ECB: ze wordt veel meer dan in het verleden

de krediet-verlener voor de private banken. We zullen verderop een aantal methoden bespreken die daarbij aangewend worden.

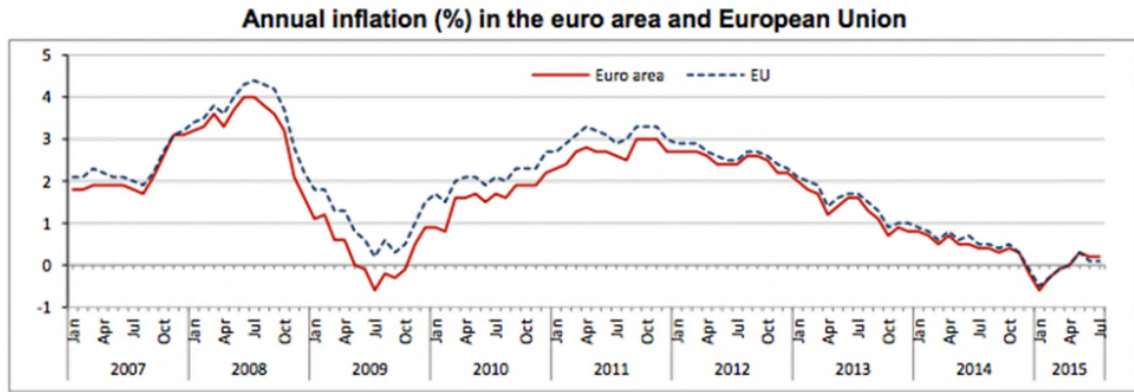


**Grafiek 1** De rente aangerekend door de Europese Centrale Bank voor kortetermijnleningen aan banken (refirente) van 2000 tot eind 2015. In januari 2016 bedraagt de refirente 0,05%.

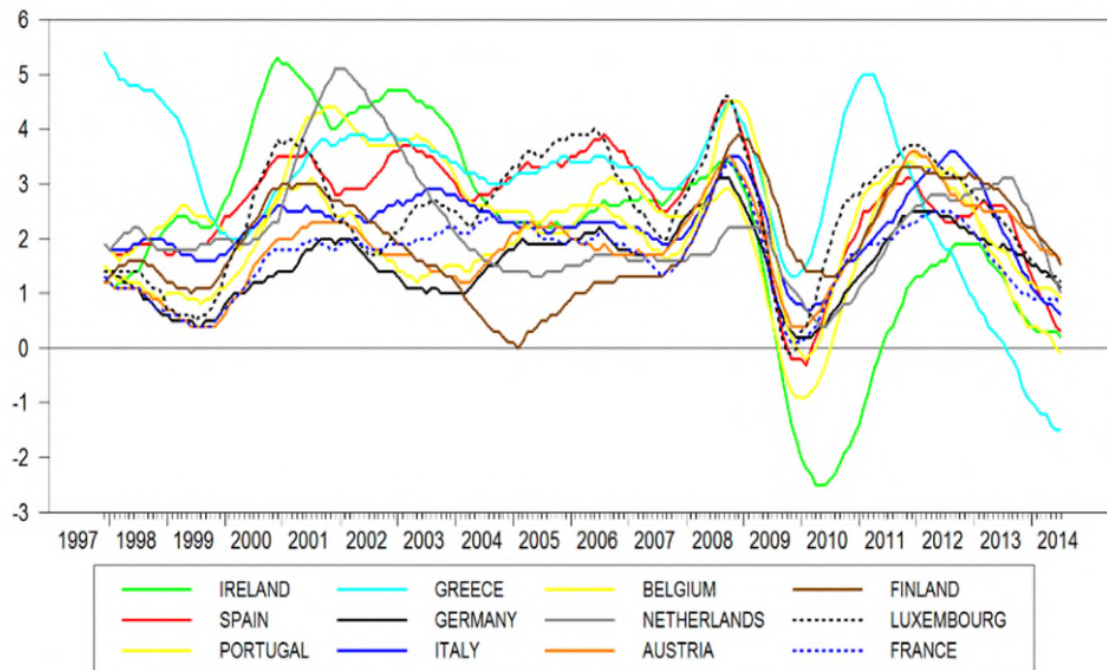
### Het spook van de inflatie

Het zéér goedkoop geld dat de ECB ter beschikking stelt van de banken zou deze er normaliter toe moeten aanzetten geld te lenen aan bedrijven en particulieren, en daarmee de economie aan te zwengelen, wat de inflatie de hoogte zou indrijven en nieuwe kopzorgen geven aan de anti-inflatie-obsessie van de ECB. Maar wat zien we? (Grafiek 2) Sinds 2012 is de inflatie permanent aan het dalen om zelfs begin 2015 onder nul te gaan!

Maar de ECB is er toch om de inflatie op een niveau van 2% te houden? Ze verlaagt 2012 dus nog verdere haar refirente (na een optimistische verhoging in 2011, zie grafiek 1) om uiteindelijk bij nul te belanden (of om precies te zijn: 0,05%). Een rentevoet van 0%, een soort zwart gat voor monetaire experts, die het hebben over de 'zero lower bound'. Geobsedeerd door de inflatie zag de ECB het andere gevaar niet aankomen: deflatie, dalende prijzen. Hier speelt een ander aspect van het Europees beleid: de oorlog die de EU verklaarde aan het loon van werknemers. Het gevolg is vermindering van de vraag en uiteindelijk economische recessie <sup>4</sup>.



**Grafiek 2:** Inflatie in de eurozone (rode curve) en de Europese Unie in haar geheel (gestippelde blauwe curve). Bemerkt dat de inflatie in 2009 en 2015 negatief geworden is: het prijsniveau verlaagt, er is sprake van deflatie.



**Grafiek 3:** Inflatie (1997-2014) in de verschillende landen van de eurozone. 'De' inflatie in de eurozone zoals getoond in Grafiek 2 (rode curve) is een (gewogen) gemiddelde van de nationale cijfers.

Bij deze beschouwingen over 'de' inflatie in de eurozone mogen we echter niet uit het oog verliezen dat het gaat om een gemiddelde over de verschillende landen; tussen die landen kunnen er heel belangrijke verschillen zijn in inflatie-niveau (zoals in andere economische indicatoren), zoals uit Grafiek 3 blijkt. Wie dit over het hoofd ziet gaat eigenlijk al te ver mee met de ECB-visie die 'de' economie in de eurozone

als één grote machine ziet die door het instellen van een paar parameters gestuurd kan worden. Een lage gemiddelde inflatie in een bepaald land betekent trouwens ook niet dat sommige prijzen niet aanzienlijk kunnen stijgen, zoals momenteel die van elektriciteit voor de Belgische gezinnen.

Als de rentevoet de 'zero lower bound' benadert, tekent zich voor een centrale

bank, en zeker voor de ECB, een levensgroot probleem af. Haar vertrouwde instrument, de refirente, wordt verlamd. Spelen met de refirente, de financiële kraan verder open draaien? Dat zou een negatieve rente betekenen, de centrale bank zou betalen als banken zo goed zouden zijn om bij haar geld te lenen. Het lijkt een hoofdstuk van de 'Lof der Zotheid', maar het gebeurt al <sup>5</sup>. Men kan het probleem nog minder aan het oog van het publiek onttrekken nu de inflatie ook ongeveer op nul staat. Inflatie zorgt voor een grotere speelruimte, ook al is die wat bedrieglijk. Als de refirente op 2% stond, en de inflatie op 3%, zou de *reële* basisrente ook negatief zijn (-1%), maar de schijn zou gered zijn. Maar als de inflatie ongeveer op nul staat, en de refirente op 0.05%, leidt elke verlaging ervan tot een nominale en publiek zichtbare negatieve rentevoet: de ECB betaalt banken als die bij haar lenen, een privilege dat de gewone burger niet vaak ervaart...



met dank aan [www.nicholsoncartoons.com.au](http://www.nicholsoncartoons.com.au)

De 'lof der zotheid' is des te groter als men weet dat de ECB volgens de Europese verdragen geen leningen mag verstrekken aan de lidstaten <sup>6</sup>. Wel kan ze geld lenen aan private banken (momenteel dus tegen een weggeef-tarief), en die kunnen het verder uitlenen aan een overheid. De private banken rekenen natuurlijk wel rente voor hun leningen aan een overheid en laden die op met een steeds grotere schuldenlast, zoals in het geval van Griekenland.

## Een beetje terminologie

Hoe het ook zij, de ECB kan haar traditionele, 'conventionele' sturende rol niet meer spelen: renteverlaging heeft weinig effect meer, het 'transmissiekanaal' tussen de monetaire, financiële en economische politiek is geblokkeerd. De ECB moet beroep doen op 'niet-conventionele' middelen. Hieronder volgt een beknopt overzicht van dit 'niet-standaardbeleid'. Eerst nog een aantal begrippen die hierbij een rol spelen.

Om de 'transmissie' tussen de politiek van de centrale bank en de private banken geolieder te laten verlopen, beschikt de ECB, naast de basisrente, over een aantal andere mogelijkheden. Zo kan ze de **maturiteit** van de leningen verlengen, d.i. de termijn waarop de lening terugbetaald moet worden. Voorts kan ze minder strenge eisen stellen aan het 'onderpand', het zogenoemde **collateral**, dat banken moeten geven bij het afsluiten van een lening bij de ECB. Er is ook nog de mogelijkheid van '**full allotment**' (volledige toekenning): wanneer de ECB geld ter beschikking stelt van de banken, gebeurt dit normalerwijze via een 'veiling', waarbij een bank meestal maar een gedeelte van het door haar gevraagde geld krijgt. Bij **full allotment** krijgt een bank alles wat ze vraagt. De ECB kan ook andere eisen stellen voor wat betreft de reserves die een bank moet aanhouden.

Nog een term uit dit wereldje is '**forward guidance**': er wordt in min of meer bedekte termen aangegeven dat men in de toekomst een bepaald beleid zal voeren, bijvoorbeeld dat de basisrente laag zal blijven. De 'markten' weten graag op voorhand wat er zal gebeuren.

Er is ook nog het begrip **sterilisatie**. Wanneer een centrale bank waardepapieren koopt bij financiële instellingen injecteert ze dus liquide middelen in het financiële systeem. Daardoor wordt geld 'gecreëerd', wat de inflatie kan doen toenemen (en *zal* doen toenemen volgens de aanhangers van het monetarisme). Om het gevaar op inflatie weg te werken, onttrekt

de centrale bank elders geld aan het systeem, door bijvoorbeeld voor het zelfde bedrag ander waardepapier te verkopen. Ze koopt bv. Spaanse schuldpapieren en verkoopt Duitse. De geldhoeveelheid blijft dezelfde, men zegt dat de eerste geldcreatie 'gesteriliseerd' werd <sup>7</sup>.

Nog een opmerking. Men spreekt bij aankopen door de centrale bank nogal pittoresk over het "**drukken van geld**". We zeggen 'pittoresk' omdat er geen drukpersen aan te pas komen, alleen computers die de cijfers in de rekening van een bank bij de ECB aanpassen.

Bekijken we nu de verschillende initiatieven van de ECB sinds 2008.

### **2008-2010: Versterkte krediet-verlening (Enhanced credit support)**

We zagen reeds dat de ECB haar rente in snel tempo verlaagde, van 4.25% in oktober 2008 naar 1% in mei 2009. Maar dit goedkope geld leidde er niet toe dat het vlotter ging rollen. De kredietverlening aan de elkaar wantrouwende banken werd door bijkomende middelen van de ECB versterkt:

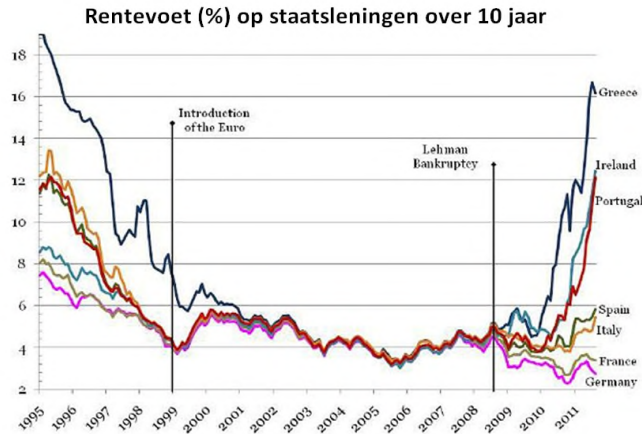
- De maturiteit werd verlengd. Langere-termijn leningen (LTRO, *longer term refinancing operations*) zijn normaal over een periode van drie maand, maar werden nu tot een jaar verlengd.
- Er werd ook liquiditeit in de vorm van dollars (en andere valuta) verstrekt, wegens het tekort daaraan ten gevolge van de crisis in de Verenigde Staten. Men spreekt van *currency swap agreements*.
- De ECB werd minder kieskeurig voor wat betreft het onderpand (collateral). Zo was er het eerste 'Covered Bond Purchase Programme' (CBPP), halfweg 2009. Covered bonds zijn obligaties die een bijkomende garantie ('covering') bieden voor de koper ervan. Maar in veel gevallen bestond die garantie uit hypothecaire leningen. Maar de Amerikaanse subprime-crisis <sup>8</sup> droeg

niet bij tot het vertrouwen in dit soort onderpanden. De ECB ging die wel aanvaarden om banken geld te lenen. Er kwam nog een tweede en derde CBPP. Volgens sommigen was dit een belangrijk initiatief, volgens anderen had het een marginaal belang...

### **2010-2011: SMP, *Securities Markets Programme***

Vanaf januari 2010 begonnen beleggers zich zorgen te maken over een eventueel Grieks bankroet. Het drong nu ook echt door dat de ECB geen centrale bank is als een andere, en dat landen van de eurozone alleen op zichzelf moeten rekenen als ze in financiële problemen raken.

De financiële markten kregen ook andere eurolanden in het vizier. Dit komt duidelijk tot uiting in de evolutie van de rente voor staatsleningen van Griekenland, Ierland en Portugal, en in mindere mate van Spanje en Italië. Grafiek 4 toont de rente voor 10-jaar staatspapier voor een aantal landen. Terwijl die ongeveer dezelfde geworden was sinds de invoering van de euro, beginnen er verschillen te komen vanaf het uitbreken van de crisis (bankroet Lehman Brothers 2008), en vanaf 2010 kan niemand meer ontkennen dat de EU afstevent op een enorme financiële crisis. Geen enkel land kan het zich veroorloven geld te lenen aan 10 of meer procent (dergelijke cijfers zijn in feite een uitdrukking van de mate van wantrouwen van de markten in de economie van het betreffende land en geen reële rentetarieven). Het wordt nu ook zonneklaar wat het probleem is van een Europese eenheidsmunt: één monetaire politiek, 16 (inmiddels 19) verschillende economieën, en bovendien het verdragsrechtelijk verbod op onderlinge steun of ondersteuning vanuit de centrale bank.



**Grafiek 4** Rente op staatsleningen van 10 jaar voor een aantal landen in de eurozone. De rentevoeten groeien spectaculair naar elkaar toe vanaf de invoering van de euro. Vanaf 2002 tot het uitbreken van de crisis (2008) is er nauwelijks verschil tussen Duitsland en Griekenland. Dat wordt daarna wel anders ...

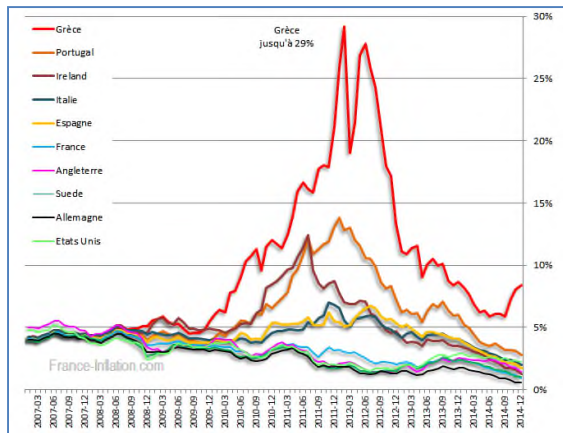
In mei 2010 ontstond een ware paniekstemming onder de Europese leiders, die een ineenstorting van de Europese Muntunie vreesden. In een reeks koortsachtige topbijeenkomsten met nachtelijke zittingen werden ad hoc 'oplossingen' voor Griekenland op poten gezet. Via de creatie van het EFSF, een naamloze vennootschap naar Luxemburgs recht met de lidstaten van de eurozone als aandeelhouders, werd het verdragrechtelijk verbod op onderlinge steun of tussenkomst van de ECB omzeild. Een Grieks bankroet werd vermeden. Griekenland werd 'geholpen' ... om Duitse, Franse en andere banken terug te kunnen betalen, maar moest daarvoor wel 'hervormen' (drastische vermindering van pensioenen en lonen, privatiseringen enzovoort, kortom, het neoliberaal programma uitvoeren). Merkwaardigerwijs waren er geen verdragrechtelijke problemen bij de deelname van de ECB aan de Trojka, die toezicht zou gaan houden op de uitvoering van dergelijke programma's.

Het ineenstortingsgevaar van de Europese Muntunie bleef evenwel een kopzorg voor de Europese Centrale Bank, en dat leidde tot nieuwe initiatieven. In mei 2010 begon het SMP, het *Securities Markets Programme*. Hierbij kocht de ECB Griekse, Ierse, Portugese, Spaanse en Italiaanse staatsobligaties op de secundaire markt<sup>9</sup>. In totaal ging het om 220 miljard euro.

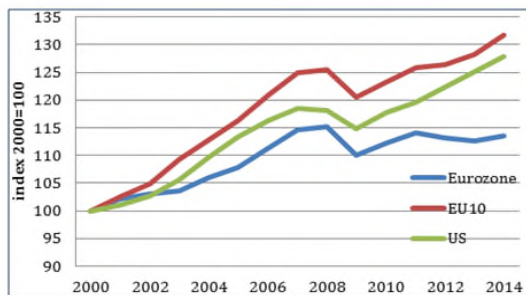
Het aankopen van staatsschuldpapier door de ECB, al was het op de secundaire markt, was een nieuw gegeven. In het verleden werden dergelijke effecten alleen als onderpand ('collateral') gebruikt wanneer de ECB liquiditeiten verzstrekke aan banken, nu werden ze aangekocht en kwamen op de balans van de ECB terecht (de gewone gang van zaken wanneer de Fed *treasuries* koopt). Het monetaristisch gedachtegoed bij de ECB laat evenwel onmiddellijk de alarmbel luiden wanneer geld geïnjecteerd wordt: gevaar voor inflatie! Daarom werd dergelijke geldinjectie gesteriliseerd. Dit gebeurde door aan banken een depositorente te betalen wanneer ze geld bij de ECB parkeerden. Jean Claude Trichet, toenmalig ECB-voorzitter, kon de Duitse monetaristische fundamentalisten geruststellen: wij drukken geen geld, wat we langs de voordeur in het systeem stoppen halen we er langs de achterdeur uit!

Het *Securities Markets Programme* werd in september 2012 stopgezet, en de vraag is wat het eigenlijk heeft uitgehaald. Aan private banken had het de kans geboden om zich van een hoop ongewenste activa te ontdoen, maar voor de lidstaten in moeilijkheden bood het weinig soelaas. In Grafiek 5 zien we hoe de rente op staatsschuld evolueerde vanaf oktober 2009. Er is in de loop van 2010 geen enkele verbetering te zien voor de probleemlanden, op Ierland na (maar een rente van 7% blijft enorm).

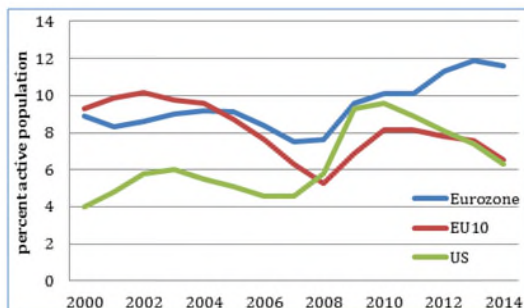




**Grafiek 5:** Evolutie van de rente op staatsleningen in de periode 2007-2014 (gedeeltelijk overlappend met Grafiek 4).



**Grafiek 6:** Evolutie van het BBP in de Verenigde Staten (groene curve), de landen van de Europese Unie die niet de euro als munt hebben (rode curve) en de eurozone (blauw). Vanaf 2012 kondigt zich voor deze laatste een nieuwe recessie aan. Deze trend wordt ook bevestigd in Grafiek 7, die de evolutie van de werkloosheid schetst.



**Grafiek 7:** Evolutie van de werkloosheid. Vanaf 2010 stagneert of daalt deze in de Verenigde Staten en in de niet-eurolanden van de EU (EU10), maar blijft stijgen in de eurozone.

## 2012: “De ECB zal alles doen om de euro te redden” – OMT programma

Terwijl de Verenigde Staten, en ook de *niet*-eurolanden van de EU, zich hersteld leken te hebben van de Grote Recessie, zag de eurozone vanaf 2012 een nieuwe recessie op zich afkomen. Deze ‘double dip’-allures worden geïllustreerd in Grafieken 6 en 7 <sup>10</sup>.

De ‘dip’ deed niet alleen de ‘PIGS’ aan <sup>11</sup>, maar ook een ‘respectabel’ land als Frankrijk haalde niet eens het niveau van voor de crisis (Grafiek 8). Standard & Poor’s verlaagde ook nog eens de kredietwaardigheidsstatus van 9 eurolanden, waaronder Frankrijk, Italië, Spanje ... Alle verhalen over de onafhankelijkheid van de ECB ten spijt is het onwaarschijnlijk dat de toonaangevende regeringen van de eurozone geen druk uitgeoefend zullen hebben bij de ECB om iets te ondernemen.

Op 26 juli 2012 deed Mario Draghi, voorzitter van de ECB, een uitspraak die ook vandaag nog vaak geciteerd wordt: “*De ECB is bereid alles te doen om de euro te behouden.*” (een vorm van forward guidance). Het zegt genoeg over de toestand waarin de EMU verzeild was geraakt. In september kondigde de ECB een nieuw initiatief aan: *Outright Monetary Transactions* (OMT). Dit ging opnieuw over het opkopen van staatsobligaties, maar nu uitdrukkelijk beperkt tot landen die een beroep moesten doen op Europese steunfondsen (EFSF en zijn opvolger ESM) en zich in dat kader aan een ‘hervormingsprogramma’ hadden onderworpen. Er werden ook geen beperkingen gesteld aan de looptijd en omvang van OMT. In tegenstelling tot het afgelopen SMP zou de ECB ook geen voorrang krijgen bij de vereffening in het geval van een bankroet van de lidstaat (een clause die de andere kredietverleners in het verleden natuurlijk niet erg aanstond). Ook bij OMT zou er ‘gesteriliseerd’ worden.

De ‘onvoorwaardelijke’ steun van de ECB (op de voorwaarde na dat men het neo-liberaal hervormingsprogramma naleeft) werkte als een soort surrogaat voor de

gangbare rol van een centrale bank als 'ultieme crediteur' (*lender of last resort*). Reeds een maand later was er een gevoelige daling van de rente op staatsleningen in perifere landen. Men moet daarbij weten dat het OMT-programma nog nooit effectief is toegepast, en dat het de *aankondiging* ervan is die de druk op deze landen verlaagde. Veeleer dan een bewijs van het succes van het monetaire beleid in de EMU is dit een illustratie van de ondeugdelijke architectuur ervan. Zelfs deze nep-ultieme-crediteur was in staat een zekere kentering tot stand te brengen. De EU zou echter de EU niet zijn als het Duits Grondwettelijke Hof hierin geen illegale financiering van een lidstaat vermoedde en de kwestie voorlegde aan het Europees Hof van Justitie (dat in zijn eindspraak in juni 2015 geen legale bezwaren zag tegen OMT).

Dat OMT niet werd toegepast heeft echter ook zijn redenen. Zoals reeds vermeld is er de voorwaarde dat een aanvragend land Europese financiële steun 'geniet', en zich dus onderworpen heeft aan een neoliberal hervormingsprogramma. Dat houdt in feite in dat de nationale soevereiniteit opgegeven wordt. Ook rechtse, neoliberale regeringsleiders zoals de Spaanse Rajoy vinden dit te ver gaan en blijven dus liever uit de buurt van OMT.

### **LTRO: 1000 miljard euro, baat het niet, het schaadt ook (de banken) niet**

In december 2011 en in februari 2012 deed de ECB een grootmoedige geste, zij het naar de financiële instellingen en niet naar de geteisterde bevolking. Daarbij werd in totaal 1000 miljard euro tegen een weggeefprijs ter beschikking gesteld<sup>12</sup>. Deze operatie is bekend als Longer Term Refinancing Operation (LTRO), waarbij voor 3 jaar uitgeleend werd tegen de refirente. Dat was dus aan 1.0% (Grafiek 1); op dat ogenblik bedroeg de marktrente op staatsleningen aan Griekenland 20%, aan Portugal 13%, aan Ierland 8% (Grafiek 5). In tegenstelling tot de PIGS werden aan de lenende banken geen voorwaarden gesteld. Officieel heette het dat deze injectie zou

zorgen voor krediet aan de 'reële' economie, maar waarnemers zijn het erover eens dat slechts een kleine fractie van dit geld effectief de banken heeft veralten en een aanzienlijk deel werd ook voortijdig terugbetaald<sup>13</sup>.

In juni 2014 kondigde de ECB een nieuwsoortig LTRO-programma aan: TLTRO, of Targeted LTRO. De looptijd van de leningen is 4 jaar, en in totaal werd 400 miljard ter beschikking gesteld. Met 'targeted' wordt bedoeld dat productieve investeringen worden beoogd; vanuit ECB-standpunt is dit een middel om het deflatiespook te verjagen. Er mogen geen hypotheekleningen en geen staatsobligaties mee gefinancierd worden. Het programma blijkt echter niet gelust te worden door de banken. De Financial Times (28 oktober 2015) meldde dat er slechts voor 4 miljard méér leningen aan bedrijven werden afgesloten na de lancering van TLTRO. Een zoveelste bewijs dat het probleem in de Europese economie niet ligt bij een gebrek aan geld, maar bij degenen die beslissen wat ermee gebeurt.

### **"QE"**

In januari 2015 volgt een nieuw initiatief, officieel '*Expanded Asset Purchase Programme*' (EAPP), maar beter bekend als QE of *quantitative easing*, 'kwantitatieve versoepeling'. QE werd door de Fed reeds meteen bij het uitbreken van de crisis vanaf 2008 toegepast, en het tweeletterwoord QE is ondertussen vrij bekend geworden. De nieuwe linkse Labourleider Jeremy Corbyn zei bijvoorbeeld dat hij '*QE for the people*' wil. Het is dus wel goed te weten waarover het gaat.

Net zoals bij SMP en OMT kondigt de ECB aan dat ze overheidsobligaties (staats-schuld papier) zal aankopen op de secundaire markt. In tegenstelling tot voornoemde programma's zal er echter geen sterilisatie zijn. Er worden dus per saldo euro's gecreëerd ('gedrukt') en in het financieel systeem gepompt. De reden is duidelijk (zie Grafiek 2): in de eurozone is het gevaar op deflatie verre van geweken, tegen haar natuur in moet de ECB proberen

de inflatie aan te wakkeren... En aangezien ook de refirente zo goed als op nul staat, kan de ECB door renteverlaging dat doel ook niet bereiken. Draghi kondigt aan dat hij, tot minstens september 2016, elke maand voor 60 miljard euro schuld papier zal opkopen, volgens een aantal criteria verdeeld over de eurolanden en de diverse soorten schuld <sup>14</sup>. De aankondiging kwam er op 22 januari 2015, drie dagen voor de Griekse verkiezingen waarin een linkse zege werd verwacht. De criteria hielden onder andere in dat Griekenland alleen op QE een beroep kon doen als ze overging tot de ondertekening van een derde Memorandum met de Trojka. Een technische beslissing van een onafhankelijke ECB? Dat is moeilijk te geloven, aangezien François Hollande reeds twee dagen vóór Draghi het QE-initiatief aankondigde <sup>15</sup>! Of het zo wijs was voor Hollande om met de scoop te gaan lopen is nog de vraag. Een rapport van de Bank of England, de Britse centrale bank die eerder een gelijkaardig QE-programma had ingesteld, komt tot de conclusie dat QE vooral de rijksten ten goede kwam; hun vermogen ging er gemiddeld met 322.000 £ op vooruit <sup>16</sup>.

## **Besluit**

*De grote centrale banken zijn belangrijke knooppunten voor het kapitalistisch wereldsysteem, en het zou naïef zijn ervan te verwachten dat ze het algemeen welzijn nastreven. Toch lijkt onder hen de Europese Centrale Bank koploper te zijn wat betreft een complexloze verdediging van de financiële elite. Haar monetaristisch fundamentalisme brengt bijna haar eigen bestaansreden in het gedrang.*

*Zo is het ironisch dat de obsessie met inflatie, die in het DNA van de Europese Centrale Bank zit, haar nu in een situatie heeft gebracht waar ze alles uit de kast moet halen om aan deflatie te ontkomen. Nog ironischer is het dat de ECB met slinkse middelen de beste methode om deflatie te vermijden bestreden heeft, namelijk de stijging van de lonen. Of het via geheime brieven aan de Italiaanse, Ierse of Spaanse overheid was <sup>17</sup> of door diktaten van de Trojka, telkens voegde*

*de ECB haar valse stem toe aan het koor van de loonlastenverlagers en budgetwurgers, en groef daarmee zelfs haar deflatoire put.*

*Nog fundamenteler is de verdragsrechtelijke verachting van alles wat openbaar is, en de omarming van het private. De ECB stelt gul 1000 miljard euro ter beschikking van de financiële instellingen (cfr. het LTRO-programma), met een vage bedoeling en zonder enige verbintenis, maar overheden moeten bereid zijn hun bevolking te geselen voordat de eerste euro uitbetaald wordt.*

*De ECB doet er ook jaren over om tot initiatieven te komen die door gelijkaardige instellingen (Fed, Bank of England) al lang geleden genomen zijn. QE mag dan van twijfelachtig nut zijn, het behoort tot het instrumentarium van de centrale bankiers in de kapitalistische wereld. De ECB deed er zeven jaar meer over dan de Fed om zover te komen. Draghi's verklaring in juli 2012 dat hij 'alles zou doen om de euro te redden' kostte niet eens een euro, maar kwam ook pas toen de crisis compleet was.*

*Nergens anders in de wereld staat de centrale bank zo vijandig tegenover de bevolking als in de eurozone. Met een totaal misprijzen voor het publiek belang, en niet gehinderd door enige democratische bekommernis of beperking, gaat de ECB haar monetaristische, neoliberale weg. Het is maar goed dat de vijandige verhouding ook meer wederzijds wordt. Al enkele jaren neemt de Blockupy-beweging de ECB expliciet op de korrel, en wat de ECB in het afgelopen jaar met de Grieken uitrichtte heeft nog meer mensen de ogen geopend.*

*De complexiteit van het monetaire gebeuren, de verhevenheid boven elke democratische controle en het aureool van de 'expertise' vormen een schild waarmee dit parasitaire lichaam zich kan afschermen van de samenleving. Het wordt hoog tijd dat sociale bewegingen, en in het bijzonder de vakbonden, met felle schijnwerpers dit instituut uit de duisternis halen.*

## Voetnoten

<sup>1</sup> Liquide middelen, dat wil zeggen middelen die onmiddellijk beschikbaar zijn. Het geld in je portefeuille en op je betaalrekening is liquide, het vermogen vervat in je huis bedraagt misschien 250.000 €, maar het is niet liquide, het huis moet eerst verkocht worden om over dit bedrag te beschikken, en dat vraagt tijd. Zo ook voor een bank: wanneer die leningen toekende ten bedrage van 1 miljard euro is dat een deel van haar activa, maar het zijn geen liquide middelen, ze zijn niet meteen beschikbaar.

<sup>2</sup> Over de verschillen tussen ECB en Fed, zie KFW Economic Research, sept 2013, T. Rehbock, *World of difference between Fed and ECB monetary policy*, te vinden op de website <https://www.kfw.de>.

<sup>3</sup> Obligaties kunnen door overheden of bedrijven uitgegeven worden om geld op te halen. Het is dus een vorm van lenen, maar er is niet één, maar er zijn vele kredietverleners. Ze kopen elk een aantal obligaties, en krijgen in ruil gedurende een aantal jaren (de looptijd), een bepaalde, meestal vaste rente. Wie een obligatie bezit, kan die doorverkopen. Op het eind van de looptijd moet de uitgever de hoofdsom terugbetalen. Obligaties lijken enigszins op aandelen, met dit verschil dat bij aandelen geen rente maar dividend betaald wordt waarvan het bedrag niet vooraf vastligt; een aandeel heeft ook een 'oneindige' looptijd, en wordt door de uitgever ervan dus niet terugbetaald.

<sup>4</sup> Over deflatie, zie twee artikels van Ronald Jansen: *Lessen uit 15 jaar Japanse deflatie* en *Hoe kan het QE-programma van de Europese Centrale Bank verbeterd worden?*, te vinden op [www.andereuropa.org](http://www.andereuropa.org).

<sup>5</sup> De BBC is een van de publieke zenders die het de moeite vond om het publiek hierover enigermate te informeren, zie <http://www.bbc.com/news/business-32284393>.

<sup>6</sup> Verdrag van Lissabon, Art. 123.1, "*Het verlenen van voorschotten in rekening-courant of andere kredietfaciliteiten bij de Europese Centrale Bank of de centrale banken van de lidstaten ten behoeve van instellingen, organen of instanties van de Unie, centrale overheden, regionale, lokale of andere overheden, andere publiekrechtelijke lichamen of openbare bedrijven van de lidstaten, alsmede het rechtstreeks van hen kopen door de Europese Centrale Bank of nationale centrale banken van schuldbewijzen, zijn verboden.*"

<sup>7</sup> Over 'sterilisatie', zie bv. "*What Does the ECB's 'Sterilization' Program Do?*", Wall Street Journal blog, 4 maart 2014, <http://blogs.wsj.com/moneybeat/2014/03/04/what-does-the-ecbs-sterilization-program-do/>.

<sup>8</sup> Subprime crisis: crisis in de Amerikaanse huizenmarkt ten gevolge van gewaagde hypothecaire leningen aan gezinnen met beperkte middelen.

<sup>9</sup> 'Primaire' en 'secondaire' markt: wanneer een overheid (of een bedrijf) geld wil lenen, geeft ze voor een bepaald bedrag obligaties uit die door banken, institutionele beleggers of particulieren aangekocht worden. Dit is de *primaire* markt. Die beleggers kunnen beslissen dergelijke obligaties verder te verkopen, net zoals bedrijfsaandelen doorverkocht kunnen worden. In dit geval spreekt men van de *secondaire* markt. Zoals reeds gemeld is het de ECB volgens de Europese verdragen verboden geld te lenen aan overheden, met andere woorden om overheidsobligaties te kopen. Maar volgens de Europese logica geldt dit enkel voor de primaire markt. Een Grieks schuldpapier in de handen van bijvoorbeeld Deutsche Bank kan door de ECB wel van Deutsche Bank gekocht worden.

<sup>10</sup> Zie Paul De Grauwe, *Secular stagnation in the eurozone*, <http://www.voxeu.org/article/secular-stagnation-eurozone>. De grafieken 6 en 7 werden overgenomen uit dit artikel.

<sup>11</sup> PIGS was een tijdlang de denigrerende aanduiding van de 'probleemlanden': Portugal, Ierland, Griekenland, Spanje.

<sup>12</sup> 1000 miljard euro is ongeveer 10% van het BBP van de eurozone.

<sup>13</sup> Meer over LTRO in Eric Toussaint, *ECB LTRO, What's that ?* (<http://cadtm.org/BCE-LTRO-what-s-that>) Dit is onderdeel van een serie van acht artikels (in het Engels) die over hetzelfde onderwerp gaan als hier behandeld, en die we warm kunnen aanbevelen.

<sup>14</sup> Op de details van ECB-programma's gaan we in dit artikel niet in, maar ze kunnen van groot belang zijn om het onthaal ervan bij regeringen of beleggers te begrijpen. Zo specificeert het QE-programma voor hoeveel procent de ECB het risico draagt en voor hoeveel de nationale centrale banken.

<sup>15</sup> Zie *Mario Draghi lance un QE, Merkel dit « oui » à TAFTA*, <http://www.cercladesvolontaires.fr/2015/01/23/mario-draghi-ouvre-les-vannes-du-qe-et-merkel-dit-oui-au-tafta/>.

<sup>16</sup> The Guardian, 23 augustus 2012, <http://www.theguardian.com/business/2012/aug/23/britains-richest-gained-quantitative-easing-bank>.

<sup>17</sup> Zie *Ander Europa, De "neutrale" rol van de Europese Centrale Bank*, <http://www.andereuropa.org/de-neutrale-rol-van-de-europese-centrale-bank/>.

**BRECHEN WIR DIE MACHT DER BANKEN & KONZERNE:**

**EZB, TROIKA UND GROKO ZERSCHLAGEN**

M18, FRANKFURT/MAIN

**INTERNATIONALISTISCHER ABEND**  
antifaschistisch · antikapitalistisch · revolutionär

**20 Uhr**

**Zielona Góra**  
Grünberger Str. 73, Berlin-F/Main

**BLOCKUPY.ORG · DESTROIKA.NOBLOGS.ORG · INTERNATIONAL.NOSTATE.NET**

ReferentIn: BLOCKUPY  
mit Volkküche (vegan)  
nach der Veranstaltung  
Solitresen, free Kicker  
und PolitMucke

**SOLIDARITY WITH THE GREEK PEOPLE**

Zum 18. März 2015 ruft unter anderem das Blockupy Bündnis zu Protesten und einer Blockade des neuen Gebäudes der Europäischen Zentralbank (EZB) in Frankfurt a.M. auf. Auch aus anderen Ländern, u.a. aus Griechenland, werden DemonstrantInnen anreisen. Aber was kritisieren wir eigentlich an der europäischen Politik? Und warum ist die EZB ein Ziel der Proteste? Was genau ist am 18. März geplant und wie kommen wir von Berlin dahin?