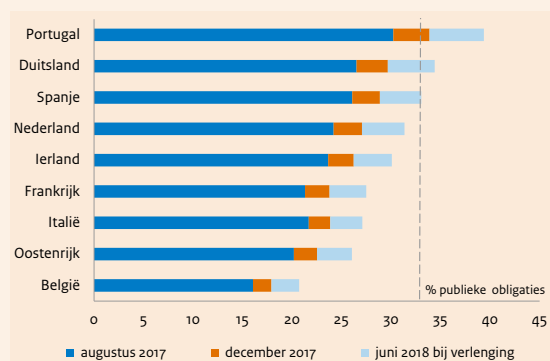


ECB: shop till you drop?

Het Eurosysteem heeft voor 1700 mld euro aan obligaties van de publieke sector op de balans staan en daar komt elke maand ongeveer 50 mld bij. De aankopen dienen om de inflatie richting het doel van de ECB te brengen. De effecten op inflatie lijken echter nog niet erg groot en er zijn ook zorgen over ongewenste neveneffecten (Elbourne en Smid, 2017). De ECB heeft aangekondigd in ieder geval tot het einde van 2017 door te gaan met aankopen, verlenging hangt vooral af van de economische omstandigheden. Verlenging hangt echter ook af van de beschikbaarheid van obligaties van de publieke sector. Hoe lang kan het Eurosysteem nog doorgaan met het aankopen van overheidsobligaties?

Het Eurosysteem koopt obligaties van de publieke sector binnen zelf vastgestelde grenzen. 90% van de aankopen betreft overheidsobligaties van eurolanden (behalve Griekenland) en lokale publieke instituten (voor Nederland bijvoorbeeld de Bank Nederlandse Gemeenten en de Nederlandse Waterschapsbank). De verdeling over landen volgt de kapitaalverdeelsleutel van de ECB: het aandeel van het land in het totale kapitaal van de ECB. De resterende 10% betreft obligaties van supranationale instituten (o.m. ESM, EIB). De obligaties moeten in euro's luiden en een resterende looptijd hebben van tussen de 1 en 30 jaar. Om te voorkomen dat het Eurosysteem een dominante schuldeiser wordt en om de financiële markten goed te laten functioneren, zijn de aankopen begrensd op 33% van de uitstaande schuld. Obligaties met een rendement boven de depositorente (nu -0,4%) krijgen prioriteit in de aankopen.

Aandeel door Eurosysteem aangekochte publieke obligaties van grootste eurolanden



Bron: Datastream, Reuters, CPB ([link](#)).

Wanneer het publieke aankoopprogramma na eind 2017 met een half jaar verlengd wordt op het huidige niveau van 50 mld euro per maand, wordt voor Duitsland en Portugal de 33%-grens overschreden. Voor andere landen (Nederland, Spanje en Ierland) komt de 33%-grens dan dichtbij. Dat betekent dat de ECB volgens onze inschatting het aankoopprogramma in de huidige vorm niet meer dan een half jaar kan verlengen.

Wanneer het Eurosysteem tegen de grenzen aanloopt, zijn er enkele opties om het aankoopprogramma te veranderen, maar die hebben ook nadelen. Het Eurosysteem zou minder strikt kunnen vasthouden aan de kapitaalverdeelsleutel en minder obligaties kopen van landen waar ze tegen grenzen aanloopt. Het programma bestaat dan vooral uit het financieren van Italië en Frankrijk (zie figuur) en dit kan politiek gevoelig zijn. Een tweede optie is het verhogen van de 33%-grens. Dit heeft mogelijk juridische gevolgen, omdat een schuldeiser die meer dan 33% van de obligaties heeft, een herstructurering zou kunnen voorkomen (voor obligaties uitgegeven sinds 2013). De ECB kan ook de eisen aan de looptijd van obligaties loslaten. Er zijn echter weinig overheidsobligaties met een resterende looptijd van meer dan 30 jaar, en het aankopen van kortlopende obligaties zal weinig effect hebben op de lange rente. Tot slot is het mogelijk om andere titels aan te kopen, bijvoorbeeld door het CSPP-programma, waarin bedrijfsobligaties worden gekocht, uit te breiden. Een controversiële mogelijkheid is om aandelen van bedrijven aan te kopen.