

in de monetaire cockpit en op het display de melding verschijnt dat de autopiloot uitgevallen is.

Als de ECB staats- en bedrijfsobligaties opkoopt, dan is de bank gebonden aan enkele regels. Zo moet de bank haar QE-geld verdelen over alle eurolanden volgens een vastgestelde verhouding. Van elke 100 euro moet de ECB er bijvoorbeeld ongeveer 19 uitgeven aan de Duitse staatsobligaties, 14 euro gaat naar Frankrijk, 11 naar Italië en 4 naar Nederland. Daarnaast is de ECB gebonden aan hoeveel obligaties ze maximaal in bezit mag hebben van het totaal uitstaande aantal.

NEDERLAND

Gegeven die restricties, is de verwachting dat de bank in de zomer van 2020 al op haar limiet zal zitten wat Nederland betreft. Nu is dat geen onoverkomelijk probleem. De ECB kan uitwijken naar schuld papier van zogeheten supranationale instellingen, zoals de Europese Investeringsbank, of iets meer papier van andere landen kopen zonder dat er ook maar één haan naar kraait. De Nederlandse regering maakte bovendien onlangs bekend de economie via begrotingsbeleid te stimuleren, wat zal inhouden dat er meer nieuw schatkistpapier van ons land aangeboden zal worden, zodat de ECB later tegen de genoemde limiet zal aanlopen.

Een veel ernstiger probleem is dat de limiet met betrekking tot de Duitse staatsobligaties als een torenhoge muur zal opdoemen voor de ECB in de herfst van 2020. Medio november nodigde Lagarde haar bestuurscollega's uit voor een gezellig samenkomen, buiten het ECB-kantoor, op een zeer chic kasteel, waar ze met elkaar gegeten en veel gelachen hebben. Ze deed dit om de saamhorigheid van het bestuur, die schade opliep onder haar voorganger, te herstellen. Hoe gezellig het ook is geweest, die saamhorigheid kan tegen die tijd weer behoorlijk onder druk komen te staan.

Als de ECB onvoldoende Duitse staatsobligaties kan kopen, dan lijkt de enige manier om toch door te kunnen gaan met QE, de regels over verdeling van het QE-geld aanpassen

en wel zodanig dat de bank meer staatsobligaties van landen zoals Frankrijk en Italië zal hamsteren dan voorheen. Naast spanningen binnen het bestuur, zullen aantijgingen dat de ECB de zwakke eurolanden buitenproportioneel bevoordeelt met haar beleid, dan niet lang op zich laten wachten. Een nieuwe rechtszaak voor het Duitse Constitutionele Hof is dan zeer waarschijnlijk.

WEER BERLIJN

Ik verwacht echter dat op het laatste moment die muur, net als de Berlijnse Muur dertig jaar geleden, zal vallen: weer in Berlijn. Het eerder genoemde alarm dat autopiloot uitgevallen is, zal verstommen.

De enige manier om QE vol te houden zonder kritiek en nieuwe spanningen te riskeren, is als er meer Duitse staatsobligaties op de markt zouden komen. Dat op zijn beurt zou gebeuren als de Duitse regering voor het eerst in jaren een begrotingstekort zou melden, ofwel als die de Duitse economie steviger zou stimuleren via de begroting. Berlijn gaf aan dat alleen te willen doen als Duitsland in een recessie terechtkomt. Dat leek eind dit jaar te gebeuren, maar geheel onverwacht bleek de Duitse economie in het derde kwartaal gegroeid te zijn. De verwachte krantenkoppen *'Deutschland in Rezession'* kwamen er niet en de Duitse minister van Financiën was er als de kippen bij om te melden dat een stimulerender begrotingsbeleid niet nodig is.

In de herfst van elk jaar stelt de Duitse regering haar begroting op voor het jaar erna. Het zou mij niet verbazen als de regering in Berlijn haar verzet tegen een begrotingstekort volgend jaar staakt en de wielen van de Duitse economie gaat smeren met begrotingsolie. Waarom? Het duurt enige tijd voordat de gunstige effecten van belastingverlagingen en/of extra overheidsuitgaven voelbaar worden in het land. Als Berlijn de economie laat in 2020 begint te smeren, dan voelen de Duitsers dat pas echt goed in 2021. Toevallig kiezen zij in dat jaar het nieuwe parlement en dus een nieuwe Bundesregering.

**IN HAAR
EERSTE WEKEN
GEDRAAGT
LAGARDE ZICH
MEER ALS EEN
EUROPESE
MINISTER DAN
ALS EEN
CENTRALE
BANKIER**