

# De economie draait goed, waarom blijft de ECB leningen opkopen?

By Mark Beunderman, [www.nrc.nl](http://www.nrc.nl)

juni 7de, 2017

Als een hogesnelheidstrein zoeft de economie van de eurozone voort. Erachter sukkelert een Britse stoptrein, gevolgd door een Amerikaans golfkarretje. Zo ongeveer verhouden zich nu de prestaties van de drie grote westerse economieën. Deze week wordt het toch al sterke groeicijfer van de eurozone in het eerste kwartaal, 0,5 procent, mogelijk naar boven bijgesteld, na positieve aanpassingen in onder meer Italië en Frankrijk. Het Verenigd Koninkrijk (0,2 procent kwartaalgroei) en de Verenigde Staten (0,17 procent) kunnen daar niet aan tippen.

Fijn nieuws voor de Europese Centrale Bank (ECB), zou je zeggen. Eindelijk kan de centrale bank de voet een beetje van het gaspedaal halen. De ECB, die donderdag vergadert in Tallinn, koopt nog steeds maandelijks voor 60 miljard euro aan staats- en bedrijfsleningen op. Het geld dat zij hiervoor betaalt, aan banken en beleggers, moet in de economie komen. De Amerikaanse Fed en de Bank of England, waarvan de ECB dit paardenmiddel heeft afgekeken, kopen geen nieuwe leningen meer, ze vervangen alleen nog leningen op hun balansen die aflopen. Hun balansen blijven gelijk - en die van de ECB zwelt verder aan.

Afgelopen week was de balans van de ECB, gemeten in de huidige euro-dollarkoers, voor het eerst in vier jaar groter dan die van de Amerikaanse Fed. Bijna 4.200 miljard euro staat er nu op de topzware ECB-balans, ofwel zo'n zes keer de omvang van de Nederlandse economie. Zo'n 1.600 miljard daarvan bestaat uit staats- en bedrijfsleningen. Daar komt tot eind dit jaar nog 420 miljard euro bij.

## Groeiend onbehagen

Nu de economie op volle toeren draait, neemt het onbehagen over die ECB-koopdrift toe. Centraal staat in Tallinn de vraag of de ECB volgend jaar de maandelijks opkopen stapsgewijs moet terugschroeven naar de nul (in jargon 'tapering', ofwel verminderen). Dit is wat de Fed eerder deed. Het 25-koppige ECB-bestuur is diep verdeeld. Officieel spitsen de discussies zich toe op de inflatie. In wekelijkheid gaat het om veel meer.

Mario Draghi, de baas van de ECB, kreeg eind 2014 een meerderheid voor het opkoopprogramma omdat de inflatie onder de nul zakte. Deflatie dreigde, meenden de meeste bestuursleden. Dat is een negatieve prijs-spiraal die de economie kan ruïneren. Door miljarden in de financiële markten te pompen wilde de ECB het prijspeil weer aanjagen.

Als een hogesnelheidstrein zoeft de economie van de eurozone voort. Erachter sukkelert een Britse stoptrein, gevolgd door een Amerikaans golfkarretje.

Die angst voor deflatie vonden Klaas Knot, de president van De Nederlandsche Bank (DNB), en zijn Duitse collega's bij de ECB toen al overdreven. Inmiddels is de inflatie weer een stuk hoger: sinds eind vorig jaar schommelt die tussen de 1 en 2 procent. Dat is

zo ongeveer het inflatiedoel dat de ECB nastreeft, van vlak onder de 2 procent. Dat geldt onder centrale bankiers als ideaal percentage, waarbij de economie gezond kan groeien zonder dat de prijzen door het dak schieten.

**Analisten verwachten dat ECB-president Draghi donderdag de verklaring die hij altijd geeft na vergaderingen, minimaal wijzigt.** Bij een latere vergadering, waarschijnlijk pas in september of nog later, kan de ECB gaan aankondigen dat ze het opkoopprogramma gaat afbouwen.

**Mogelijk zal Draghi de risico's voor het economisch herstel in de eurozone, die nu nog „neerwaarts” worden genoemd, nu als neutraal inschatten.** Ook kan een zin waarin staat dat de ECB nóg meer leningen kan gaan opkopen dan ze nu al doet, gaan sneuvelen.

Missie geslaagd dus? Niet volgens Draghi. Hij heeft de voorbije maanden een aantal eisen toegevoegd aan het inflatiedoel. De inflatie moet bijvoorbeeld niet van „voorbijgaande” aard zijn, dus niet meteen weer inzakken als de ECB geen leningen meer koopt.

Het zijn extra argumenten voor Draghi om de ECB-balans verder te laten aanzwellen. Daarbij gaat het óók, - en misschien wel vooral - om iets dat de ECB nooit openlijk als doelstelling noemt, maar waar zij binnenskamers wel voortdurend over praat: de koers van de euro. Het opkoopprogramma heeft een sterk drukkend effect gehad op de eurokoers. Die daalde van 1,38 dollar medio 2014, toen de ECB voor het eerst over het opkoopprogramma begon te praten, naar 1,05 dollar in maart 2015, toen het opkopen begon. Nu staat de euro op zo'n 1,12 dollar.

Eurolanden hebben flink van de goedkope euro geprofiteerd. Producten uit Nederland of Italië werden voor buitenlandse afnemers goedkoper. Exportsucces is één van de motoren achter het economisch herstel van de eurozone. Het maandelijks handelsoverschot van de muntunie lag in maart op 23 miljard euro. Dat is zo'n 10 miljard euro meer dan toen de ECB begon met opkopen. Ook het maar weinig concurrerende Italië voert weer meer uit dan het invoert.

## **Merkel verliest geduld**

Maar het gemor in het grootste en meest concurrerende exportland van de muntunie, Duitsland, neemt toe. Het heeft een enorm handelsoverschot, terwijl de Duitse spaarders, zo klinkt het in politiek en media, lijden onder de lage rentes die deels het gevolg zijn van het ECB-beleid. De euro is „te zwak”, zei bondskanselier Angela Merkel onlangs, „vanwege het ECB-beleid”.

Dat was een opmerkelijke uitspraak. Merkel heeft openlijke kritiek op Draghi tot dusver altijd vermeden. Haar boodschap lijkt duidelijk: het is tijd dat de ECB het roer omgooit. Het zou Merkel niet slecht uitkomen als de ECB vóór de Duitse verkiezingen van september aankondigt dat ze gaat stoppen met opkopen.

Maar de Italiaanse verkiezingen, in ieder geval in mei 2018 of al in de herfst, spelen evenzeer mee. Daar kunnen eurosceptici gaan doorbreken. Het derde land van de eurozone, waar het economisch herstel nog heel pril is, kan nog wel even een zwakke euro gebruiken.