

# De ECB worstelt met een euro-paradox

By **Maarten Schinkel**, [www.nrc.nl](http://www.nrc.nl)

september 7de, 2017

Mocht het Mario Draghi, de topman van de Europese Centrale Bank, er donderdag om te doen geweest zijn de euro wat naar beneden te praten, dan is dat hem niet gelukt. Al tijdens zijn persconferentie steeg de munt juist met een procent. De euro, die eind 2016 nog onder de 1,04 dollar per euro dook, bereikte een niveau van boven de 1,20 dollar. Daarmee is de munt in nog geen jaar tijd met een zevende in koers gestegen. En dat compliceert de lastige taak waar de centrale bank zich toe moet zetten, nog meer dan al het geval is.

Eind dit jaar loopt de afspraak binnen het bestuur af waaronder de ECB maandelijks 60 miljard euro aan leningen opkoopt. Deze 'kwantitatieve versoepeling', bedoeld om de economie van de eurozone vlot te trekken en de inflatie omhoog te tillen, zal moeten worden afgebouwd. Het effect wordt allengs minder, veel economen vrezen voor het ontstaan van zeepbellen. De ECB bereikt de limieten die zijn afgesproken en riskeert zo een te groot deel van de staatsschuld van de eurolanden op de balans te krijgen.

Maar wat er na december van dit jaar gebeurt, is nog onduidelijk. De bestuursvergadering van donderdag had duidelijkheid kunnen geven over de manier waarop Draghi zijn opkoopbeleid afbouwt. Maar de beslissing is doorgeschoven naar oktober. In hoge financiële kringen zijn de opties en de voorkeuren bekend. De ECB kan besluiten vanaf januari bijvoorbeeld naar 30 miljard of 40 miljard per maand te gaan, maar daar geen eindtijd aan te verbinden. Veel noordelijke landen, toch al niet blij met de omvang die de opkoop-politiek heeft aangenomen, zien liever een structurele vermindering, met bijvoorbeeld tien miljard euro per maand, mét een vooraf vastgesteld einde.

## Inflatie te laag

Hoe die discussie uitpakt, zal pas in oktober blijken - al hield Draghi zelfs nog een kiertje open voor de vergadering van december. Wat de kwestie onzeker maakt, is de wisselkoers van de euro. Op de valutamarkt wordt de Europese munt omhooggedreven, vooral door de verwachting dat het opkoopbeleid stopt en de rentes op de kapitaalmarkt daarna wat gaan oplopen.

Dat veroorzaakt een paradox. Een duurder euro zorgt voor lagere invoerprijzen. En die werken door in een lagere inflatie. Omdat het juist die, in de ogen van de ECB, te lage inflatie is die met het opkopen van staatsleningen te lijf wordt gegaan, bijt de strategie zich nu in zijn eigen staart.

De ECB verhoogde donderdag de prognose voor groei van de eurozone van 1,9 procent naar 2,2 procent in 2017. De groeioprognose blijft 1,8 procent in 2018 en 1,7 procent in 2019. De inflatie zal aanvankelijk iets lager uitpakken dan gedacht, en daarna tot in 2019 1,5 procent bedragen. Dat is te laag voor het doel van de ECB, dat 'dichtbij de 2 procent' bedraagt.

Draghi maakte donderdag duidelijk dat de kortetermijnrente die de ECB hanteert - nul procent voor het belangrijkste tarief en -0,4 procent voor banken die deposito's stallen bij de ECB - nog zeer lang op dat niveau zal blijven. Eerst moet het beleid van 'kwantitatieve versoepeling' worden afgerond, pas daarna zal er nagedacht worden over een renteverhoging.

De ECB-topman zei geen tekenen te zien van zeepbellen als gevolg van de vloed van liquiditeiten die de centrale bank over de eurozone blijft uitstorten. Hooguit, zei hij, is het te zien bij de stijgende prijzen van commercieel vastgoed. En in sommige steden gaat de huizenprijs sterk omhoog. Omdat dit lokale verschijnselen zijn, moeten die ook door lokale maatregelen tegen worden gegaan. De ECB is er voor generiek beleid voor de hele eurozone.

### **‘Geduld nodig’**

De vraag werpt zich op of de lage inflatie in de eurozone (en in veel andere westerse landen) geen incidenteel maar een structureel verschijnsel is. Normaal zou er een uitruil moeten zijn tussen inflatie en werkloosheid, de zogenoemde ‘Phillips-curve’. Bij een lage werkloosheid gaan de lonen omhoog, en daarmee de inflatie. Dat lijkt ditmaal niet het geval te zijn. Sinds 2015 kwamen er 6 miljoen banen bij in de eurozone, de werkloosheid daalt vrijwel overal en toch vertaalt dit zich niet in een versnelling van de loongroei.

Draghi noemde gisteren twee belangrijke verklaringen. Allereerst hebben vakbonden volgens hem de laatste jaren meer ingezet op behoud van werkgelegenheid dan op hogere lonen. En de werkloosheid, of de arbeidsreserve, in de eurozone is nog steeds erg groot. Er is volgens hem nog een fors gat tussen wat de economie zou kunnen produceren en wat zij daadwerkelijk produceert, een zogenoemde ‘output gap’. Dat gat loopt vanzelf dicht, als de economische groei maar lang genoeg voortduurt. „We hebben vertrouwen nodig in het monetaire beleid, geduld en hardnekkigheid”, aldus de ECB-topman.

Dat laatste zou gelezen kunnen worden als een pleidooi om het opkoopbeleid lang niet zo snel af te bouwen als veel noordelijke eurolanden willen. Draghi leek daar op te hintten: „Een substantiële mate van monetaire accommodatie is nog steeds nodig”, zei hij, vooral als mede door een sterkere euro de financiële omstandigheden in de eurozone verkrappen. „Dan staan wij klaar om de aankopen weer op te voeren.” Dat belooft, gezien de weerstand van landen als Nederland en Duitsland, een interessante volgende bijeenkomst in oktober op te leveren.

