

# HET DILEMMA VAN DE ECB

De inflatie in de eurozone is de afgelopen maand opgelopen tot het hoogste peil in zestien jaar. Tegelijk verzwakt de economische groei, allicht tot nauwelijks de helft van vorig jaar. Wat moet de Europese Centrale Bank doen? Ook gisteren liet ze de rente onveranderd, voor de tiende maand op rij al. De strijd tegen de inflatie is haar prioriteit.

Terecht, zeggen haar verdedigers. Zonder prijsstabiliteit gaat de economie helemaal onderuit. Overdreven, zeggen tegenstanders. Wat heb je aan stabiele prijzen als de groei stilvalt en de werkloosheid torenhoog oploopt? Even geduld nog, lijkt de EB intussen met net niet zoveel woorden te zeggen.

LUC COPPENS

## WAAROM DE RENTE WEL OF NIET OMLAAG KAN

**BRUSSEL** | De Europese Centrale Bank (ECB) probeert de inflatie op middellange termijn net onder de twee procent te houden. Ze gaat ervan uit dat de nood aan prijsstabiliteit essentieel is in een economie. Anders, zegt voorzitter Jean-Claude Trichet, beginnen gezinnen op verwachte prijsstijgingen te anticiperen door geplande aankopen te versnellen en hogere looneisen te stellen.

Die eisen jagen de inflatie nog verder op en dreigen zo een opwaartse spiraal van prijsstijgingen op gang te brengen die nog moeilijk te stoppen is zonder draconische maatregelen. Dat de vakbonden het afgelopen week einde in de Sloveense hoofdstad Ljubljana verzamelen hebben geblazen om hogere lonen te eisen, zal niet van dien aard geweest zijn om de ECB gerust te stellen.

De Europese Centrale Bank kampt met een zwaar dilemma. Als ze de rente verlaagt, stimuleert ze de economische groei, maar wakkert ze de inflatie aan. Verhoogt ze de rente, dan geeft ze de inflatie geen kans, maar wringt ze de economische groei de nek om. Tien maanden lang al houdt ze daarom haar rente onveranderd op vier procent, het hoogste peil in zes jaar.

Critici, onder wie de Franse president Nicolas Sarkozy, vinden dat de Bank de rente dringend moet verlagen. De flink teruglopende economische groei, argumenteren zij, zal de inflatie snel genoeg doen afnemen. Minder groei betekent immers minder banen en bijgevolg meer werklozen, en die moeten financieel met kortere riemen roeien, waardoor de vraag vanzelf vermindert en dus ook de druk op de prijzen.

Klopt natuurlijk, maar het pro-

bleem is dat de critici van de ECB dat argument al meer dan een halfjaar gebruiken en dat de inflatie in die periode nagenoeg verdubbeld is, terwijl de groei minder snel is afgenomen dan voorop werd gesteld.

In maart stegen de prijzen in de eurozone met gemiddeld 3,5 procent op jaarbasis, het hoogste peil in zestien jaar. En voor het hele jaar ziet de Bank de inflatie rond 2,9 procent uitkomen. Bovendien geven heel wat indicatoren aan dat de Europese economie sterk blijft presteren.

Zelfs de export houdt goed stand, hoewel de euro een halfjaar geleden nog de kaap van de 1,4 dollar had gerond. Maar dat is volgens insiders dan weer bijna uitsluitend te danken aan de Duitse uitvoer naar de snelgroeiende landen in Centraal-Europa.

Stel je voor, zeggen voorstanders van het ECB-beleid, dat de Bank de rente verlaagd had, dan zou de inflatie nu nog hoger liggen.

Dat heeft alles te maken met de gedeeltelijke ont koppeling van de grote economische blokken, luidt het dan weer in het andere kamp. De druk op de olie- en voedselprijzen komt vooral uit het Verre Oosten, waar de Chinese en de Indiase economieën blijven groeien met percentages waar het Westen enkel kan van dromen.

Niet alleen de industrie zuigt massaal olie- en andere grondstoffen aan, ook de 2,3 miljard Chinezen en Indiërs die een westerse levensstijl aspireren en daardoor hun voedingspatroon aanpassen en ook steeds meer hun fiets of scooter inruilen voor een auto.

De druk op de prijzen, zo argumenteren tegenstanders van het

ECB-beleid, komt dus vooral van buiten de eurozone, en bijgevolg heeft het beleid van de ECB er geen greep op. Je moet daarom enkel kijken naar de kerninflatie, waarbij geen rekening wordt gehouden met de prijzen van benzine, diesel en voeding. Die kerninflatie ligt al maandenlang onder de twee procent.

Klopt, zegt de ECB, maar dat is ook essentieel. Als de prijzen van energie en voeding te lang en te sterk stijgen, begint dat door te sijpelen in de prijzen van andere producten. Vooral energie is een belangrijke grondstof voor de productie van tal van producten. Zulke 'tweederonde-effecten' moeten absoluut worden vermeden want eens ze op gang komen, zijn ze heel moeilijk te stoppen en zal ook de kerninflatie snel boven de twee procent stijgen.

Nog even geduld, zegt de ECB eiegenlijk. Ze hoopt dat in het najaar de inflatie voldoende zal zijn afgenomen om een signaal te geven dat ze de economische groei wil ondersteunen. Het is inderdaad best mogelijk dat de inflatie tijdens het derde kwartaal begint af te nemen, doordat de olieprijs vorig jaar kort na de zomer sterk is begonnen op te lopen.

De huidige prijs van een vat ruwe olie, 112 dollar, ligt 75 procent hoger dan de prijs een jaar geleden, maar 'slechts' 33 procent hoger dan de prijs van begin september 2007 en 'nauwelijks' 20 procent boven het niveau van november vorig jaar. De inflatie die veroorzaakt wordt door de stijgende energieprijzen neemt dus technisch af, tenzij de prijs van een vat ruwe olie tegen september 145 dollar en tegen november 166 dollar zou bedragen. De eurozone zal tegen dan allicht

een renteverlaging, die krediet voor gezinnen en bedrijven goedkoper maakt, kunnen gebruiken. Het Internationaal Monetair Fonds (IMF) verwacht immers dat de groei in de eurozone dit jaar bijna zal halveren tot 1,4 procent, tegen 2,6 procent in 2007. Maar het blijft voor de ECB alleszins op eieren lopen, want zodra de valutamarkten op een renteverlaging door de ECB beginnen te speculeren, en zeker als die er ook effectief komt, zal de koers van de euro tegenover de dollar verzwakken en krimpt de valutabuffer tegen de olie-inflatie die Europa nu heeft.

## Hoe werkt de geldkraan van de Europese Centrale Bank?

De rente van de ECB is een belangrijke stuurknuppel van de Europese economie.

**BRUSSEL** | De rente van de Europese Centrale Bank heeft geen rechtstreekse betekenis voor de consument of de bedrijven. Het is het tarief waartegen de banken geld kunnen lenen bij de ECB. Maar zo'n krediet is de eerste schakel in een ketting die door de hele economie loopt.

Dat banken bij de ECB geld lenen, is niet abnormaal, integendeel zelfs. Ze zijn verplicht om twee procent van de waarde van het spaargeld dat ze beheren en van de kortlopende kredieten die ze hebben uitstaan, te blokkeren op een lopende rekening bij de ECB. Op die manier creëert de ECB een kunstmatige schaarste van zowat 250 miljard euro op de markt. Een permanente onderdruk, als het ware.

De banken moeten zo bijna voortdurend geld lenen bij de ECB om hun heel tijdelijke geldtekorten op te vangen. Elke dinsdag verstrekt de ECB kredieten volgens een *tender* of aanbestedingsformule.

De banken laten weten hoeveel geld ze nodig hebben en welke rente ze bereid zijn daarvoor te betalen. Het minimumtarief is daarbij de basisrente van de ECB. Dat is nu al tien maanden vier procent.

De banken die de hoogste rente bieden, krijgen als eerste geld, dat ze wel zeven dagen later moeten terugbetalen. Doorgaans stelt de ECB op die manier wekelijks rond de 300 miljard euro ter beschikking. Daardoor komen niet altijd alle banken aan de bak. Als zij op het einde van de dag tegen een tekort aankijken, kunnen ze op de

interbankenmarkt geld lenen voor 24 uur bij andere banken die tijdelijk geld op overschot hebben en er een belegging voor zoeken.

Komen ze daar nog niet aan hun trekken, dan kunnen ze ook bij de ECB terecht voor een soortgelijk *overnight*-krediet, maar dan wel tegen het hogere discounttarief.

Door de markt onder voortdurende onderdruk te houden en op twee manieren kort- tot uiterst kortlopende kredieten ter beschikking te stellen, kan de ECB dus de rente op de geldmarkt manipuleren en zo de kredietverlening van de commerciële banken zelf beïnvloeden. Economen noemen dat het 'monetair beleid'.

In extreme omstandigheden heeft de Europese Centrale Bank nog een middel achter de hand om te vermijden dat de marktrente te hoog zou oplopen of te laag zou zakken. In haar statuten spreekt de ECB van '*fine-tuning reverse operations*' waarmee 'plotse en onvoorziene liquiditeitsproblemen kunnen worden opgevangen'.

De eerste keer dat de Europese Centrale Bank naar dat 'wapen' greep, was na de terreuraanslagen in de Verenigde Staten op 11 september 2001. De banken waren toen — net als nu — niet meer bereid om elkaar geld te lenen omdat ze elkaar niet meer vertrouwden. De jongste maanden stelde de ECB weer massaal geld ter beschikking van de banken en ze neemt zo regelmatig de rol van de kredietmarkt over, die net door dat wantrouwen nagenoeg is stilgevallen.

De Europese Centrale Bank staat dus zeker niet aan de zijlijn als het erop aankomt de kredietcrisis het hoofd te bieden. Maar haar rente houdt ze voorlopig onveranderd om de inflatie zo weinig mogelijk kansen te geven.

Want wat gebeurt er als de ECB haar rente verlaagt? De banken krijgen dan meer ademruimte en kunnen dus ook de rente verlagen op de kredieten met korte looptijd die ze zelf toestaan — goed nieuws voor consumenten en bedrijven die goedkoper kunnen lenen. De binnenlandse vraag neemt dus toe.

Een lagere rente betekent ook dat de munt minder aantrekkelijk wordt voor beleggers. Die verkiezen uiteraard valuta die een hoger rendement bieden. En een zwakkere munt stimuleert de export, waardoor de economische situatie in een aantal sectoren verbetert en de groei van de hele economie normaal gesproken ook.

Lagere rentetarieven werken ook door op de markt van de hypotheekleningen. Op korte termijn gaan de tarieven omlaag van leningen met jaarlijks aanpasbare rente. Na verloop van tijd worden ook de leningen met vaste rente goedkoper. Dat stimuleert de aankoop en de bouw van woningen, en dus ook de economische groei.

Omdat spaarboekjes en aanverwante beleggingen door de lagere rente minder renderen, stappen beleggers over naar de beurs. En in hun zoektocht naar betere rendementen zijn beleggers ook bereid om wat meer risico te nemen, wat het rendementsverschil tus-

sen de (zeer veilige) staatsobligaties en (wat riskantere) bedrijfsobligaties doet afnemen. Op die manier wordt het voor bedrijven goedkoper om zich te financieren langs de beurs of door obligatieleeningen uit te geven.

# ECB heeft duidelijk ander statuut dan Fed

De ECB pakt de zaken anders aan dan de Fed. Ze heeft dan ook een heel ander statuut.

**BRUSSEL** | De Europese Centrale Bank werd opgericht op 1 juni 1998. Haar officiële doelstellingen werden vastgelegd in het Verdrag van Maastricht en laten weinig ruimte voor interpretatie. Volgens artikel 105 van het Verdrag is het hoofddoel van het monetair beleid de handhaving van de prijsstabiliteit in de eurozone.

Pas in bijkomende orde moet de ECB het algemeen economisch beleid in de zone ondersteunen om zo bij te dragen tot 'een evenwichtige economische groei en een hoog niveau van werkgelegenheid, voor zover dat de prijsstabiliteit niet in het gedrang brengt'.

Het is dus duidelijk waarop de nadruk ligt. De ECB zelf definieert prijsstabiliteit als 'een gemiddelde jaarstijging van de geharmoniseerde consumptieprijsindex in de eurozone over de middellange termijn, met minder dan, maar zo dicht mogelijk bij 2 procent'. Dat is een stuk concreter dan bij de Amerikaanse Federal Reserve. De beleidsdoelstelling van de Fed werd vastgelegd in diverse wetten. Ze zijn erg algemeen gesteld en laten de Amerikaanse centrale bank veel marge voor interpretatie. Er is sprake van 'het verzekeren van de langetermijngroei van de monetaire kredietvolumes in verhouding tot het langetermijngroei-potentieel van de economie, om zo de werkgelegenheidsgroei, de prijsstabiliteit en gematigde langetermijnrentevoeten te garanderen.'

De Fed heeft zich ook nooit vastgepen op een concreet inflatie-, werkloosheids- of groeipercentage dat ze nastreeft. Ex-voorzitter Alan Greenspan definieerde prijsstabiliteit ooit als 'een situatie waarin de verwachte veranderingen van het gemiddeld prijsniveau voldoende klein en gelei-

delijk zijn, zodat ze geen invloed uitoefenen op beslissingen van het bedrijfsleven en van de gezinnen'.

De bewegingsvrijheid van de Federal Reserve is dus erg groot. In de praktijk verlegt ze het accent naargelang zich ergens problemen voordoen. Maar het is evident dat naast de strijd tegen de inflatie, ook economische groei en zelfs het vermijden van beursexcessen belangrijk zijn.

De Amerikaanse inflatie scheert nog hogere toppen dan de Europese. Toch is het voor de Fed nu duidelijk een prioriteit om de recessie zo mild en zo kort mogelijk te houden. Dat is ook niet zo onlogisch, want de kredietcrisis is in de Verenigde Staten ontstaan en heeft tot nu toe ook vooral de Amerikaanse economie getroffen.

Voor dit jaar verwacht het Internationaal Monetair Fonds nog een groei van een half procent in de VS, en volgend jaar niet meer dan 0,6 procent. De komende maanden lijkt ook voor het IMF de kans erg groot dat de economie in een recessie belandt, als die al niet bezig is.

Voor de Amerikaanse gezinnen komen de prijsdalingen op de huizenmarkt overeen met een renteverhoging. Zij staken zich de jongste jaren steeds dieper in de schulden omdat de waarde van hun huis voor de bank een mooie garantie bood. Nu die waarde daalt, moeten zij een deel van hun schulden vervroegd terugbetalen. En dat voelen ze uiteraard in hun gezinsbudget.

De Amerikaanse gezinnen reageren bovendien veel sterker dan de Europese op renteverhogingen of -verlagingen en op veranderingen in hun budget. Dat heeft veel te maken met de geringe spaarneiging van de modale Amerikaan. Europese gezinnen hebben doorgaans wel wat bufferruimte en kunnen zo nodig een tijdje op hun spaargeld teren om de consumptie op peil te houden. Zij zijn ook minder geneigd om lopende uitgaven op krediet te financieren, wat voor veel Amerikanen de normaalste zaak ter wereld is.

Ook het belang van de consumptie voor de economie is veel groter in de VS dan hier. Zeventig procent van de Amerikaanse groei wordt gedreven door consumptie, tegen ongeveer 50 procent in de eurozone.