

INTERVIEW ECB-BELEID

Woorden van Mario Draghi worden weer op goudschaaltje gewogen

Arend Clahsen
Amsterdam

Een sterker dan verwachte euro en de verder gedaalde olieprijs vergroten de kans dat de inflatie lager uitkomt dan de staf van de Europese Centrale Bank (ECB) in september nog berekende. Alle ogen zullen donderdag dan ook op ECB-president Mario Draghi gericht zijn als hij in een persconferentie een toelichting geeft op het rentebesluit. Hint hij op verdere actie van de ECB? Of houdt hij in oktober de kaarten nog tegen de borst?

'We verwachten nu geen actie. Maar het wordt niettemin een interessante vergadering'

'Wij verwachten nu geen actie, maar het wordt niettemin een interessante vergadering', schrijft econoom Nick Kounis van ABN Amro. 'We kunnen iets meer duidelijkheid krijgen of de centrale bank op korte termijn zal ingrijpen.'

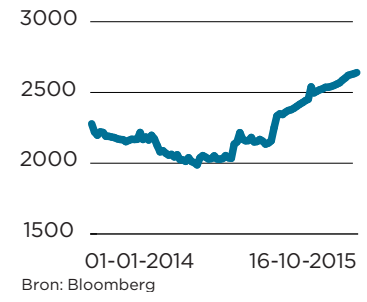
ABN Amro gaat ervan uit dat de ECB in december haar lopende opkoopprogramma van € 60 mrd per maand zal uitbreiden naar circa € 80 mrd per maand. De inflatie is weer terug onder nul en kwam in september uit op -0,1%. Frankfurt startte het opkoopprogramma in maart juist om de inflatie rich-

ting 2% te brengen. De ECB is bang voor deflatie, een situatie waarin prijsdalingen uiteindelijk ook effect krijgen op de lonen. Als de inkomens stagneren of dalen kan dat de bestedingen aantasten en gaan schulden zwaarder wegen.

Kounis denkt dat de vooruitzichten zijn verslechterd. In september werd in de prognoses nog uitgegaan van een inflatie van gemiddeld 1,7% in 2017. Draghi gaf toen al aan dat de kans bestaat dat die prognose niet gehaald wordt. Kounis: 'De euro is sindsdien aangesterkt en de olieprijsen verder

ECB balanstotaal

Sinds begin dit jaar neemt balanstotaal in omvang toe door opkoopprogramma ECB (€ mrd)



Bron: Bloomberg

gedaald.' Niet iedereen denkt dat het pad richting een groter opkoopprogramma al ingeslagen wordt tijdens de persconferentie op Malta, waar dit keer de vergadering plaatsvindt. Hoofdeconoom Carsten Brzeski van ING DiBa stelt dat het nog niet zo simpel is het opkoopprogramma uit te breiden. Verder verwacht hij dat de ECB nog wil afwachten hoe de groei en de inflatie zich ontwikkelen. Brzeski denkt dat Draghi vooral met woorden de markt wil sturen, zonder zich direct vast te laten leggen op nieuwe ingrepen.

'ECB heeft met haar opkoopprogramma recessie en deflatie in Europa voorkomen'

De lage inflatie betekent volgens de Belgische econoom Gert Peersman niet dat het beleid van de ECB niet werkt

Arend Clahsen
Gent

De kans is reëel dat de Europese Centrale Bank (ECB) haar huidige opkoopprogramma van obligaties moet uitbreiden als de groeivertraging in China doorzet. Dit stelt de Belgische hoogleraar monetaire economie Gert Peersman van de Universiteit Gent. 'Misschien zal dat in oktober nog niet gebeuren, maar men kan beter proactief handelen dan te lang wachten. Anders moet de ECB veel harder pompen voor hetzelfde resultaat.'

Sinds maart dit jaar koopt de ECB maandelijks voor € 60 mrd aan obligaties op. Het idee is dat met de grootschalige interventie de rentes op de obligatiemarkten worden verlaagd. Die lage rentes moeten stimulerend werken voor de economie en de inflatie naar een hoger niveau stuwen. Peersman deed begin dit jaar met twee collega-economen van de Nationale Bank van België een onderzoek naar het effect van deze opkoopprogramma's. Zij berekenden dat de ingreep circa 1%-punt extra economische groei oplevert en de inflatie weer richting de 2% krijgt. Dit jaar neemt de groei in de eurozone inderdaad toe, maar de inflatie stond in september op -0,1%. Gert Peersman denkt dat de ECB nog meer moet doen.

V Maakt u zich grote zorgen over de groeivertraging in China?
'Als het een harde landing wordt, mogen we de ernst daarvan niet onderschatten. De directe blootstelling aan China is wellicht beperkt, maar een neergang in

China zal daar de hele regio meetrekken. Het deflatoire effect is nog belangrijker dan de directe effecten op de export of op de groei. Als de grondstoffenprijzen dalen en de importprijzen door een neergang in China afnemen, voelen werknemers minder noodzaak om hogere lonen te vragen. Als deze zogenaamde 'tweederonde-effecten' optreden, is er een probleem.'

V Toch valt dat tot dusver mee. Het algemene inflatiecijfer staat op nul, maar de kerninflatie waarin lonen worden meegewogen ligt redelijk stabiel rond de 1%.
'Gegeven de situatie in Europa is een beetje inflatie nodig van zeker 2%, maar als het 3% is, kan dat ook totaal geen kwaad. Te veel inflatie is slecht voor de economie, maar een te lage inflatie is dit ook. Ten eerste is het met een hogere inflatie makkelijker om de interne verschillen in concurrentiekracht in de eurozone weg te werken. Het laten dalen van de lonen in zwakkere landen is veel moeilijker. Ten tweede zitten we nog steeds met de last van de schuldencrisis. Gezinnen en bedrijven kampen met hoge schulden. De onderwaterhypotheken in Nederland zijn een goed voorbeeld. Bij het wegwerken van die erfenis is een beetje meer inflatie en loonstijging zeer welkom. De aflossing wordt draaglijk. Bij een inflatie van 0% tot 1% gaat het wegwerken van schulden, en het negatieve effect daarvan op de economie, heel lang duren.'

V Maar krijg je met wat meer inflatie ook de lonen omhoog?

'Bij te weinig inflatie krijg je werknemers de straat niet op. Bij prijsstijgingen van 2% tot 3% is er meer druk op vakbonden om voor loonsverhogingen te strijden. Voor werkgevers geldt dat bij hen ook de prijzen stijgen aan de inkomstenkant. Bij een gelijktijdige stijging van de lonen is het voor hen een nuloperatie. Het hoeft ze niets te kosten.'

V Maar is het opkoopprogramma wel effectief? De uitkomst van uw studie, een stijging van de inflatie richting de 2%, wordt niet gehaald?

'Dat is te kort door de bocht. Dat de inflatie nu daalt ligt aan externe factoren. De vraag moet gesteld worden wat de inflatie zou zijn geweest zonder het opkopen van obligaties. Dan was volgens ons model de eurozone in een derde recessie geraakt en binnen een tot twee jaar op echte deflatie afgestevend. Dat heeft de ECB kunnen omkeren. Het werkt wel. De krediet- en geldgroei nemen toe. Liefst zou je een nog groter effect zien, maar van monetair beleid alleen kan men geen wonderen verwachten.'

“ Bij te weinig inflatie krijg je werknemers de straat niet op

“ Je kunt de patiënt niet laten overlijden. Opereren is de enige keus



Gert Peersman. Hij onderzocht de opkoopoperatie van de ECB.

FOTO: IMAGEDESK/ EMY ELLEBOOG

Portret Gert Peersman

Gert Peersman (42) is hoogleraar monetaire economie aan de Universiteit Gent en adviseert centrale banken.

Behalve de ECB, adviseert Peersman de Nationale Bank van België (NBB) en de Bank for International Settlements. Van 2001 tot en met 2003 werkte hij als econoom bij de Bank of England. Met uitzondering van deze periode is hij vanaf 1995 verbonden aan de Universiteit Gent, zijn alma mater. In 2013 ontving Peersman de Wim Duisenberg Fellowship van de ECB, een prijs en beurs die economen in staat stelt in Frankfurt on-

derzoek te doen. Het onderzoek dat Peersman en collega-econoom Jeff Boeckx en Arnoud Stevens van de NBB deden naar de effecten van het ECB-opkoopprogramma is, naast andere modellen en eigen berekeningen, ook door Frankfurt gebruikt. In het verleden werkte Peersman

Econoom, columnist, academicus en adviseur

bij meerdere academische studies samen met de econoom Frank Smets, nu raadsman en rechterhand van ECB-president Mario Draghi. Peersman schrijft om de week een economische column in de Belgische krant De Standaard. Peersman schreef samen met econoom Koen Schoors het boek 'De perfecte storm' over de kredietcrisis, de eurocrisis en de crisis van de aankomende vergrijzing.

V Denkt u dan dat er nog meer nodig is?

'Ik acht de kans zeer reëel, al is het misschien nog niet in oktober (donderdag besluit de ECB over het rentebeleid, red.). Het is beter om proactief te handelen dan te lang te wachten. Anders zal de ECB nog harder moeten pompen om hetzelfde resultaat te halen. Wat we alleen niet mogen vergeten is dat monetair beleid beperkt werkt. Het kan de economie stabiliseren, maar geen langetermijngroei creëren. Om de groei structureel te verhogen, zijn politieke maatregelen noodzakelijk die de groeipotentie van de economie verhogen. Helaas is de daadkracht aan het verzwakken. Er is bovendien niet altijd fundamenteel gesaneerd of hervormd.'

V Is het niet zo dat de ECB de terugval in daadkracht steunt door met opkoopoperaties de kastanjes uit het vuur te halen?

'De ECB doet wat ze moet doen vanuit haar mandaat. Zij moet zorgen dat het met de inflatie niet de verkeerde kant op gaat. Vergelijk het met een patiënt die aan obesitas lijdt en een hartaanval krijgt. Die ga je ook eerst opereren en medicijnen geven, om daarna aan te dringen op een verandering van de eetgewoonten. Je kunt de patiënt niet laten overlijden. Opereren is de enige keus, om daarnaast toch te blijven hameren op die andere leefstijl.'