

# Europese Centrale Bank en euro

## Over prijsstabiliteit en economische groei

Ronald Janssen

**D**e Europese eenheidsmunt, de euro, is (voorlopig) niet geworden wat men ervan verwacht had. Terwijl de Europese politici in de aanloop naar de monetaire unie nog luidkeels verkondigden dat “de euro de sterkste munt ter wereld ging zijn”, is zijn effectieve waarde sinds de invoering ervan op 1 januari 1999 met zo’n 20% gedaald. De laatste maanden van 2000 leek het er zelfs even op dat er geen houden meer aan was en dat de euro verder afgleed zonder dat er een bodem te bekennen viel.

Toen hij dreigde weg te zakken naar 0,80 dollar heeft de Europese Centrale Bank (ECB) uiteindelijk ingegrepen: op de internationale wisselmarkten werden aankopen uitgevoerd om de euro te ondersteunen. Midden december wist hij zelfs ietwat terug te klimmen, evenwel zonder dat de 0,90 dollargrens doorbroken werd. In dit artikel gaan we in op de vraag wat nu de échte reden is waarom de euro zo slecht presteert. En vooral de vraag of de ECB uit dit alles wel de noodzakelijke lessen heeft getrokken.

### TWEE JAAR ZWAKKE EURO

De tegenvallende prestatie van de euro op de wisselmarkten houdt heel wat waarnemers bezig. De laatste tijd is hiervoor dan ook een hele waslijst aan technische verklaringen naar voren geschoven. Zo wordt betoogd dat de dollar op internationaal vlak nu eenmaal de munt bij uitstek is, zowel voor het afwickelen van internationale handel als voor de uitgifte van leningen door opkomende economieën. Verder wijst men erop dat ook de olie-aankopen in dollars worden afgehandeld en dat een duurdere olieprijs automatisch een grotere vraag naar dollars met zich meebrengt. Verklaringen met een meer beschrijvend karakter verwijzen dan weer naar de kapitaalstromen die (per

saldo) slechts in één richting schijnen te gaan: van de eurozone naar de VSA. Dit zou o.a. te maken hebben met het feit dat de langetermijnrente in de VSA hoger staat en er, bij een eventuele daling ervan, kans is op grote kapitaalwinsten bij dollarobligaties. Ander element is de vaststelling dat Europese bedrijven zich blijkbaar massaal inkopen bij concurrenten van de VSA om zo een graantje mee te pikken van de ‘nieuwe economie’ en de technologische innovaties die zich de laatste jaren in de VSA hebben doorgezet. Ten slotte is het duidelijk dat

---

Ronald Janssen is licentiaat economie en werkt als economisch adviseur op de ACV-studiedienst.

het communicatiebeleid van de ECB en van haar voorzitter niet echt is wat het zou moeten zijn, waardoor publieke uitspraken meer dan eens een tegengesteld effect hadden.

Elk van deze factoren speelt ongetwijfeld een zekere rol. Maar een meer fundamentele verklaring is dat de euro het slachtoffer is geworden van zijn eigen succes en dit in combinatie met het gebrek aan groeidynamiek binnen de eurozone. We verklaren ons nader.

De bedoeling van het invoeren van de euro was en is om in Europa over één grote kapitaalmarkt te kunnen beschikken, zodat ondernemingen en financiële instellingen in elk land van de muntunie kapitaal kunnen ontfangen in plaats van zich te moeten beperken tot financiering op nationaal niveau. Daarenboven heeft het doen verdwijnen van de onderlinge wisselkoersen ook tot effect dat rentepremies om een mogelijke devaluatie te compenseren wegvallen, zodat de gemiddelde rente kan dalen. Bedrijven en financiële instellingen, zowel van binnen als van buiten de eurozone, hebben daar volop gebruik van gemaakt. Statistieken leren dat de uitgifte van schuldtitels, uitgedrukt in euro, door privé-ondernemingen in 2000 tien maal groter is dan wat voor 1999 in de vroegere nationale munten uitgegeven werd. Over de hele wereld bekeken, worden nu nagenoeg evenveel leningen in euro's als in dollars uitgegeven. De euro is wat dat betreft duidelijk een succes.

Ondernemingen halen in de kapitaalmarkten echter niet zomaar geld op. De ingezamelde gelden moeten ook nuttig besteed kunnen worden. En daar wringt, wat de eurozone betreft, het schoentje. Haar economie moet immers in termen van groeiprestatie ruim onderdoen voor die van de VSA. Dat brengt mee dat zich in de VSA heel wat investeringskansen voordoen die er in de eurozone veel minder zijn. Dat is het wat de euro de das heeft omgedaan. Bij gebrek aan voldoende aanwendingsmogelijkheden binnen

de eurozone werd de financieringsbonus vanuit het totstandkomen van één grote efficiënte Europese kapitaalmarkt door de Europese én buitenlandse marktspelers gebruikt om de kapitaalstroom richting VSA te organiseren.

### MÉÉR GROEI DOOR (MÉÉR) STRUCTURELE HERVORMING...

Haast automatisch volgt de vraag waarom de eurozone er toch maar niet in slaagt om de groeiprestatie van de VSA beter te volgen. Een bijna even automatisch antwoord is dat in de EU te weinig inspanningen gebeurden inzake structurele hervorming en het beter laten functioneren van de markten. Deze conventionele replek kan de toets van de realiteit echter niet doorstaan. In de euro-zone werden in de loop van het afgelopen decennium immers heel wat structurele inspanningen geleverd. We overlopen ze even.

**Loonmatiging en hogere rendementen.** Vanaf 1992-1993 werd in heel wat landen van de eurozone het ene sociaal pact na het andere afgesloten. Loonmatiging is daarbij dé gemeenschappelijke noemer. Het achterblijven van de stijging van reële lonen op de ontwikkeling van de productiviteit zorgde niet alleen voor een uiterst lage inflatie ('prijsstabiliteit'), maar ook voor een spectaculaire stijging van de rendementen op investeringen. De meest recente statistieken van de Commissie tonen aan dat het netto rendement op kapitaal in de eurozone nu 18% hoger ligt dan het geval was in de 'gouden jaren zestig'. Als we kijken naar de evolutie over de jaren negentig, blijkt dat de winstgevendheid van investeringen in de eurozone, na een zwakke start in 1992-1993 (periode van recessie!), even vlug toegenomen is als in de VSA (zie grafiek 1). Investeerders in de eurozone kunnen dus rekenen op een rendement dat in vergelijking met 1991 flink verbeterd is! (De verticale as geeft de groeipercentages weer t.o.v. basisjaar 1991).

Ronald Janssen

**Het communicatiebeleid van de Europese Centrale Bank is niet echt wat het zou moeten zijn.**

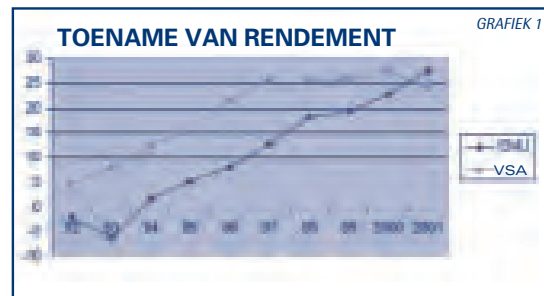
”

**Sanering van overheidsfinanciën en daling van langetermijnrente.** De gezondmaking van de overheidsfinanciën is een ander element van de agenda van 'structurele hervormingsinspanningen'. Ook wat dat betreft, kan de euro-zone van de jaren negentig de vergelijking met de VSA doorstaan. Het zogenaamd structureel primair overschot is van een tekort in 1991, ten belope van 1% van het bruto binnenlands product (BBP), omgeslagen in een overschot van 2,7% in 2000. Deze omslag van in totaal 4% van het BBP is gelijkaardig aan wat de VSA wisten te bewerkstelligen. De sanering van de overheidsfinanciën was op één vlak succesvol: op dat van de intrestvoeten op lange termijn. Die zijn sinds de tweede helft van de jaren negentig in de euro-zone aanzienlijk gedaald, zodat ze vanaf 1997 zelfs onder het niveau van de intrestvoeten in dollars liggen.

**Uitbouw van de interne markt.** Ten slotte mogen we, als het om structurele hervormingen gaat, ook de verdere uitbouw van de interne markt niet vergeten. Het wegwerken van de binnengrenzen in de EU heeft de concurrentie tussen ondernemingen verscherpt én bijgedragen tot de vorming van grotere en meer efficiënte ondernemingen.

**... OF DOOR BETERE AFSTEMMING VAN HET MACRO-ECONOMISCH BELEID?**

Het (orthodox) economisch handboekje schrijft voor dat hogere ondernemingsrendementen, samen met de dalende kost van financieringskapitaal op lange termijn, zich vertalen in méér investeringen. Nu zijn investeringen inderdaad uitermate belangrijk. Ze vertegenwoordigen immers een dubbel voordeel. Enerzijds zijn ze mee een onderdeel van de binnenlandse vraag; anderzijds voegen ze nieuwe kapitaalvoorraad toe aan de economie. Anders gezegd, meer investeringen betekent dat de economie meer fabrieken en machines moet leveren; het betekent ook dat de economie méér productie kan leveren, omdat de productiecapaciteit uitgebreid is. Dankzij de investeringsdynamiek kan

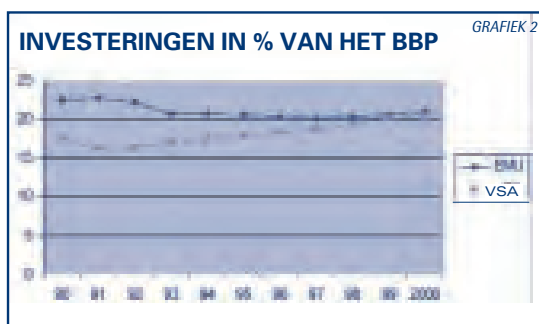


Bron: Europese Commissie, ECB, eigen berekeningen

een economie dus in een groeipatroon terechtkomen dat zichzelf ondersteunt en waarin, bij gebrek aan knelpunten inzake technische productiecapaciteit, geen gevaar is voor inflatoire spanningen van de kant van producenten. Dat is meteen ook het geheim van het economisch wonder in de VSA. De VSA konden zo lang zo hard groeien zonder te moeten botsen op inflatoire spanningen, precies omdat de groei gedragen en geschraagd werd door een uitbreiding van de productiecapaciteit.

Helaas moeten we vaststellen dat het 'goudlojesscenario' zoals de VSA dit kennen, in de euro-zone niet heeft mogen zijn. Inzake loonmatiging, verbetering van ondernemingsrendementen en sanering van overheidsfinanciën heeft de euro-zone, net zoals de VSA, orde op zaken gesteld. Maar hoewel de potentiële voorwaarden voor het van start gaan van groei en investeringen in de euro-zone daarmee ruim aanwezig zijn, is er geen effectieve groei van de kapitaalvoorraad gevolgd. Dit blijkt uit grafiek 2, waarin het aandeel van investeringen in het BBP in de euro-zone in vergelijking met het begin van de jaren negentig een stuk lager ligt. In de VSA daarentegen is het investeringsaandeel lichtjes gestegen.

Uiteindelijk kan men bij deze paradox van het afwijkend investeringsgedrag tussen VSA en euro-zone niet voorbijgaan aan de verschillen inzake de budgettaire, maar vooral inzake de monetaire politiek. De VSA voerden heel duidelijk een anti-cyclisch beleid. In tijden van laag-



Bron: Europese Commissie, ECB, eigen berekeningen

conjunctuur zorgde de monetaire politiek voor een aanzienlijke vraagimpuls door de rente snel en substantieel te verlagen én doordat de dollar lage, meer competitieve regionen opzocht. Dreigde de economische activiteit dan weer te exploderen, werden de budgettaire én monetaire teugels aangehaald om een 'boom and bust'-cyclus (oververhitting gevolgd door recessie) te vermijden. Investeerders in de VSA kregen zo een investeringsvriendelijk raamwerk aangeboden. Ze konden rekenen op afdoende afzetmarktperspectieven, op de duurzaamheid van de cyclus en op voldoende en goedkope kapitaal financiering.

De tegenstelling met de euro-zone is groot. Want daar werd eenvoudigweg *altijd* op de budgettaire én de monetaire rem gestaan, en dit ondanks het feit dat de euro-zone zich in de jaren negentig bijna voortdurend in een conjunctuurdal bevond! Wat de monetaire politiek betreft (voor de budgettaire politiek geldt een gelijkaardig verhaal), illustreren we dit aan de hand van een index van monetaire condities'.

Impact op groei	EMU	VSA
1% wijziging van reële intrestvoet	0,3	1,4
1% wijziging van effectieve wisselkoers	0,0855	0,24
Gehanteerd gewicht voor de intrestvoet	78%	85%
Gehanteerd gewicht voor de wisselkoers	22%	15%

Zo'n index vertrekt van een basisjaar en gaat na of de combinatie van wijzigingen in de kortetermijnrente en in de wisselkoers de economie stimuleert dan wel afremt. Daarbij krijgen rente en wisselkoers een gewicht toegekend op basis van econometrische berekeningen die de impact op de economische groei nagaan van één procent wijziging in de rente of de wisselkoers. Op basis van twee econometrische modellen bekomen we dat een daling (stijging) van de kortetermijnrente in de euro-zone de groei na twee jaar met 0,3% stimuleert (afremt). Een 10% wijziging van de effectieve wisselkoers heeft dan weer een impact van 0,85% op de economische activiteit. Deze twee 'elasticiteiten' geven in de index van monetaire condities dan aanleiding tot een gewicht van 78% voor de rente en 22% voor de wisselkoers. Voor de VSA kan een gelijkaardige index uitgetekend worden met gewichten van 85% rente en 15% wisselkoers (zie tabel).

Voor de keuze van een basisjaar zijn we uitgegaan van het jaar waarin de 'productiekloof' minimaal is. Deze term verwijst naar de mate waarin de economie boven of onder haar volledige productiecapaciteit draait. Op basis van de OESO-schattingen komen we voor de euro-zone op het basisjaar 1988, voor de VSA is dit 1987. Dé impliciete veronderstelling is dus dat monetaire condities in dat basisjaar neutraal zijn en dat afwijkingen van genoemd jaar te bestempelen zijn als restrictieve dan wel stimulerende monetaire politiek.

Grafiek 3 geeft de wijziging van de monetaire index mee voor de euro-zone vanaf 1988. Een stijging van de lijn inzake monetaire condities duidt op het feit dat de monetaire politiek de economie afremt. Uit grafiek 3 blijkt dat dit in de euro-zone haast voortdurend het geval is en dit ondanks het feit dat ze jaar na jaar onder haar productiemogelijkheden draait! Het verhaal begint in 1988 toen de voormalige *Bundesbank* de rentevoeten verhoogde. Destijds was dat nog wel enigszins te verdedigen, want bij de aanvang van de jaren negentig vertoonde de economie tekenen van overver-

hitting, zoals ook blijkt uit de positieve productiekloof van 1989-1991 (cf. gevolgen van Duitse eenmaking). Na 1991 echter verdwijnt de logica. Vanaf 1991 is van 'oververhitting' geen sprake meer (de productiekloof op de grafiek is minimaal), maar toch verstrengt de monetaire politiek verder. Het resultaat is de recessie van 1993, waardoor de economie 2% tot 3% onder haar volledige capaciteit terechtkwam. Vanaf 1994 kwam een zekere versoepeling van de rentevoeten tot stand, maar de depreciatie van de dollar vanaf 1995 (cf. Mexicaanse peso-crisis) gooide opnieuw roet in het monetaire eten. We moeten wachten tot in 1999 om in de euro-zone eindelijk een monetaire politiek te zien die de economische motor daadwerkelijk aanzwengelt.

In feite kan men zeggen dat de in de jaren negentig gevoerde monetaire politiek de economische groei in de euro-zone eenvoudigweg van tafel veegde. Niet verwonderlijk dat de economische groei er ondermaats is en dat de inspanningen die de werknemers mee leverden om de ondernemingsrendementen te verhogen en de overheidsfinanciën te saneren, niet resulteerden in hogere investeringen...

Een zelfde oefening kan men ook voor de VSA doen. Dan verkrijgen we grafiek 4 waar de monetaire politiek mooi afgestemd is op de conjunctuurcyclus. De *Federal Reserve* gaat op de monetaire rem staan in 1989, maar gooit haar rentebeleid onmiddellijk en substantieel om als de VSA onder hun productiemogelijkheden beginnen te draaien. De monetaire politiek blijft de economie in 1992 en 1993 ondersteunen en het is pas nadat die opnieuw op volle toeren draait (1995-1996) dat de Amerikaanse centrale bank de monetaire duimschroef terug begint aan te draaien. Daardoor is in de VSA sprake van een haast perfecte anti-cyclische politiek, terwijl in de euro-zone monetaire restrictie alom troef is.

## DILEMMA VAN ECB

Een van de pijlers waarop de ECB gebouwd is, is de boodschap dat prijsstabiliteit de beste en in feite de enige bijdrage is die een centrale bank kan leveren voor een hoge economische groei met bijbehorende jobcreatie. De ontwikkelingen op de wisselmarkten vormen echter een ernstige uitdaging voor deze levenswijsheid. Keer op keer hebben we in de voorbije maanden immers kunnen vaststellen dat financiële markten de prijsstabiliteit niet als 'alleszalmakend' beschouwen, maar ook en soms vooral kijken naar de prestatie inzake groei. Zo werden signalen over economische groeimeevallers in de VSA en tegenvallende berichten over de conjunctuur in de euro-zone systematisch aangegrepen om de euro naar beneden te duwen, en omgekeerd.

Ronald Janssen

Het 'goudlokjes-scenario' zoals de VSA dit kennen, heeft niet mogen zijn in de euro-zone. ”

Daarmee komt de euro-zone in een precaire situatie terecht. Omdat de monetaire politiek van de voorbije jaren er het groeipotentieel ondermijnd heeft, is nu sprake van een zwakke euro. Maar juist die bedreigt, via het kanaal

van ingevoerde inflatie, de prijsstabiliteit die de ECB zo dierbaar is. Veel kan zij daar echter niet tegen doen. Want nog een bijkomende verhoging van de rente zouden de financiële markten kunnen opvatten als het einde van de economische herleving in de euro-zone, waardoor juist een nieuwe depreciatie van de euro nodig zou zijn. Zo bekeken is een deel van de renteverho-



Bron: Europese Commissie, ECB, eigen berekeningen



Bron: Europese Commissie, ECB, eigen berekeningen

gingen die de ECB het laatste jaar doorgevoerd heeft en die gedeeltelijk bedoeld waren om de euro-zone te ondersteunen ongetwijfeld contraproductief geweest.

Dé les die de ECB moet trekken, is duidelijk. Een centrale bank moet niet alleen de prijsstabiliteit zien te waarborgen, maar daarnaast alles doen om ook de economische groei veilig te stellen. Zoniet komt op termijn de credibiliteit van de muntpolitiek in gevaar, wat op zijn beurt de doelstelling van prijsstabiliteit beslist niet ten goede komt. Een centrale bank die op langere termijn denkt, kan het zich eenvoudigweg niet veroorloven om te doen alsof haar neus bloedt en het gelaat af te wenden als de mogelijkheden om de groei te stimuleren zich aanbieden.

### BRENGT ECB HEROPLEIVING VAN EMU (NOG MAAR EENS) IN GEVAAR?

Dé vraag is echter of de ECB deze les wel begrepen heeft. Als we haar actueel beleid bekijken, zijn er twee verontrustende elementen: de ECB gaat uiterst rigide om met de in de euro-zone circulerende geldhoeveelheid en er is de vraag of de ECB met de renteverhogingen van het laatste half jaar niet te ver doorgeschoten is.

#### Groei van de geldhoeveelheid

Het monetair beleid van de ECB berust op twee

pijlers. Enerzijds kijkt ze naar de groei van de geldhoeveelheid die in omloop is om een overmaat aan liquiditeiten te vermijden. De redenering daarbij is dat te veel geld in de economie leidt tot een stijging van de vraag die de economie niet aankan en waardoor inflatoire spanningen opduiken. Voor wat de andere pijler betreft, wordt gekeken naar expliciete indicatoren die tekenen van inflatie vroeg kunnen opsporen, zoals werkloosheid en bezetting van productiecapaciteit.

Zowel voor 2000 als voor 2001 legt de ECB de toegelaten groei van de geldhoeveelheid vast op 4,5%. Dit cijfer is op zijn beurt gebaseerd op een inflatie die tussen 0% en 2% ligt (een potentiële groei van de reële productie van de eurozone die historisch gezien tussen 2% en 2,5% ligt) en op een specifiek technische factor: een trendmatige daling van de efficiëntie waarmee geld in de economie gebruikt wordt à rato van 0,5% tot 1% per jaar.

Uiteraard kan men over deze parameters heroïsche discussies voeren. Zo kan men betogen dat de ECB-inschatting van de potentiële groei minimaal is en geen rekening houdt met de structurele verbeteringen van het laatste decennium (interne markt, invoering euro, verbeterde rendementen, lagere financieringskost van investeringen). Maar zelfs als we de parameters aanvaarden die de ECB hanteert, is er duidelijk een fundamenteel probleem. We weten

dat de inflatie in 2000 omwille van de olieprijs-evolutie boven de 2% zal pieken en dat ze in 2001 wellicht geleidelijk opnieuw onder de 2% zal dalen. De gemiddelde inflatie over het hele jaar 2001 zal echter veeleer iets boven dan onder de 2% liggen. Als we daarbij ook rekening houden met de daling van de omloopsnelheid van de geldhoeveelheid, betekent dit dat de geldmassa die beschikbaar blijft om de reële groei van de economie te ondersteunen met niet meer dan 1,5% tot 2% stijgt.

Ronald Janssen

**Het verschil tussen de lange- en de kortetermijnrente in de euro-zone is gevaarlijk laag geworden.**

”

Anders gezegd, als de ECB voor 2001 een geldgroei van slechts 4,5% wil toelaten, zal een economie die met 3% groei onvermijdelijk geconfronteerd worden met een schaarste aan liquide middelen. Die situatie zal aanleiding geven tot een hogere rente, waardoor de economische groei een ernstige inzinking kan kennen. Uitgaande van de huidige cijfers én in de veronderstelling dat de ECB vasthoudt aan de 4,5%-groei­norm, kan men inschatten dat de groei in de euro-zone zo van 3,5% tot 4% in 2000 zal halveren naar ongeveer 2%. Een en ander betekent ook dat de ECB-uitspraken niet erg consequent zijn. Naar het brede publiek (o.a. Europees Parlement) verklaart voorzitter Duisenberg dat de euro-zone volgend jaar én in 2002 op een groei van ongeveer 3% mag rekenen. Zoals hierboven uitgelegd, is dit niet te rijmen met de ECB-beslissing om de geldhoeveelheid in 2001 met slechts 4,5% te laten toenemen.

#### Nieuwe monetaire 'overkill'?

Op minder dan één jaar tijd heeft de ECB de rente met 2,25% verhoogd: van 2,5% op 4 november 1999 naar 4,75% op 5 oktober 2000. Nu was een zekere renteverhoging inderdaad aangewezen. De herleving van de euro-zone was zo krachtig dat de groei doorschoot naar 3,5% tot 4%, cijfers die op termijn misschien niet houdbaar zijn. Een zekere afkoeling van de economie was dan ook wenselijk. De vraag is echter of de ECB met haar agressief rentebeleid niet te hard op de rem is gaan staan en of ze niet te vlug voorbij is gegaan aan drie andere belangrijke elementen.

Een eerste punt is dat de economie van de euro-zone ook uit zichzelf al aan dynamiek zou ingeboet hebben. Zij zal einde 2000 en gedurende 2001 immers de invloed ondergaan van een drietal negatieve vraagschokken: de inkomens­overdracht naar de OPEC-landen als gevolg van

de hogere olieprijs, de hernieuwde loonmatiging in de euro-zone die de koopkrachtstijging van werknemers onder druk zet en ten slotte de landing van de VSA-economie die meebrengt dat de dynamiek van de wereldhandel (en dus van de Europese uitvoer) afgezwakt wordt.

Daarnaast is het verschil tussen de lange- en de kortetermijnrente in de euro-zone gevaarlijk laag geworden (zie grafiek 5). De kortetermijnrente ligt in december 2000 iets onder de 5%, de langetermijnrente er net iets boven. Uit het verleden weten we dat dergelijk kleine renteverschuiven steevast gepaard zijn gegaan met een economie die abrupt vertraagt. De groei­vertraging vanaf 1991 werd bv. voorafgegaan door een intrestverschil rond nul. Als de langetermijnrente in de euro-zone onder de 5% zou dalen en/of als de ECB de rente nogmaals zou verhogen, zou de rentestructuur zelfs negatief worden. Een langetermijnrente die onder die op korte termijn ligt, is echter zeker een signaal van recessie (cf. jaren 1992-1993).

Ten slotte kan men niet uitsluiten dat het recente herstel van de euro roet in het eten zou kunnen gooien. Hoewel een zeker herstel wenselijk is om de ingevoerde inflatie in toom te houden, is het zeker niet goed dat de euro op korte termijn volledig zou herstellen en naar de beginwaarden van januari 1999 zou terugkeren. Grafiek 6 herneemt de monetaire indicator voor de euro-zone en vertelt ons dat een dergelijk koersherstel, samen met het huidige rentevoetenniveau, niet enkel de monetaire stimulus uit de economie zou verwijderen, maar zou uitmonden in een monetaire politiek die de groei opnieuw afremt, zoals ook een decennium geleden (cf. 1989) het geval was. Op basis van al deze elementen - negatieve vraagschokken, abnormale rentestructuur, mogelijk overdreven appreciatie van de euro - besluiten we dat een verdere intrestvoetenverhoging in de euro-zone in ieder geval vermeden

Ronald Janssen

**Een centrale bank moet niet alleen de prijsstabiliteit zien te waarborgen, maar daarnaast alles doen om ook de groei veilig te stellen.** ”



Bron: Europese Commissie, ECB, eigen berekeningen



Bron: Europese Commissie, ECB, eigen berekeningen

moet worden. Als er daarenboven meer en meer aanwijzingen komen dat de groei onder de 3% dreigt te vallen en/of als de dollar te veel zou dalen, dan moet de ECB even drastisch optreden als ze het laatste half jaar gedaan heeft en de rente gezwind verlagen om een nieuwe teloorgang van de conjunctuur te vermijden. Zoniet zouden de gebeurtenissen van de laatste jaren zich wel eens kunnen herhalen en zou de ECB zich op termijn geconfronteerd zien met een euro die nogmaals een veel te zwak broertje is van de dollar.