

Hoge inflatie plaatst centrale banken voor een uitdaging

De inflatie loopt wereldwijd fors op door de gestegen prijzen van voedsel, energie en overige grondstoffen. Deze prijsschok remt de economische groei, die toch al te lijden heeft onder de kredietcrisis. In de jaren zeventig leidden olieprijschokken tot stagflatie: hardnekkig hoge inflatie bij een stagnerende groei. Een herhaling is onwaarschijnlijk mede omdat het macro-economische beleid nu beter en geloofwaardiger is en de arbeidsmarkten flexibeler. Toch staan centrale banken voor een uitdaging. Zolang de hogere inflatie tijdelijk is, hoeven centrale banken niet direct te reageren. Maar als de inflatie langer aanhoudt, kan meer actie nodig zijn om oplopende inflatieverwachtingen te voorkomen.

Inflatie stijgt wereldwijd door hogere grondstoffenprijzen

Inflatie is terug van weggeweest. Ruim tien jaar lang bleef de inflatie wereldwijd laag, maar nu lopen de prijsstijgingen overal fors op. De meeste Westerse landen hadden in juli een inflatie tussen de 3% en 5% (zie grafiek 1). Voor de opkomende economieën varieert de geldontwaarding zelfs van 6% in Brazilië tot bijna 15% in Rusland. Veruit de belangrijkste oorzaak is de wereldwijde stijging van bijna alle grondstoffenprijzen (zie grafiek 2). Sinds begin 2007 steeg de prijs van energieproducten als olie met ruim 100%. De olieprijs bereikte half juli een recordniveau van 147 dollar per vat, maar staat eind augustus op 115 dollar. De prijzen van grondstoffen als ijzererts en koper stegen sinds 2007 gemiddeld met zo'n 20%. Ook de prijzen van voedsel, zoals graan, rijst en maïs namen toe, met ruim 60%. Zulke grote prijsstijgingen zijn sinds de jaren zeventig niet meer voorgekomen.

De prijsstijgingen komen door een sterk toenemende mondiale vraag bij een achterblijvend aanbod. In de laatste vijf jaar maakte de wereldeconomie een ongekende bloeiperiode door, vooral door de opkomst van China, India en Oost Europa. De vraag naar grondstoffen in deze landen steeg spectaculair. Zo nam China tussen 2002 en 2005 zo'n 30% van de groei van de mondiale olieconsumptie voor haar rekening, en zo'n 50% van de groei van de staalconsumptie. Door de hogere welvaart eten mensen in deze landen ook meer vlees, zodat de vraag naar veevoer als graan en maïs eveneens fors toenam. Verder heeft de opkomst van biobrandstoffen de vraag naar maïs en sojabonen extra opgestuwd. Het aanbod van grondstoffen heeft dit alles niet kunnen bijbenen. Meestal reageert het aanbod met een flinke

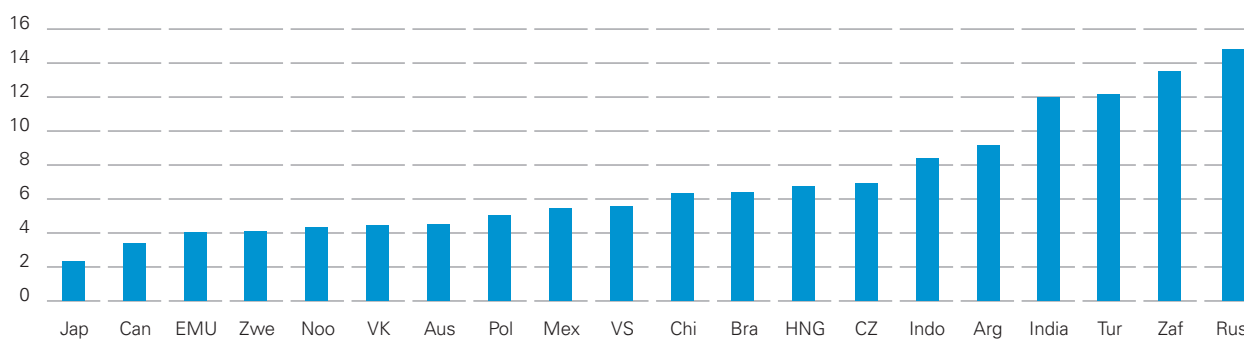
vertraging. Vooral bij olie en metalen kosten investeringen in productiecapaciteit veel tijd en geld. In minder mate wordt de voedselproductie geremd door gebrek aan land en water. Het aanbod van grondstoffen is ook gedrukt door tijdelijke factoren, zoals geopolitieke spanningen en mislukte oogsten. De laatste maanden dalen de grondstoffenprijzen weer, nu de hoge prijzen en de afkoelende wereldeconomie de vraag remmen. Niettemin ligt het niveau van de grondstoffenprijzen nog steeds een flink stuk hoger dan een aantal jaren terug.

Door hogere grondstoffenprijzen treedt bij grondstoffenimporterende landen een ruilvervalsing op. Deze landen moeten een groter deel van hun inkomen opgeven om dezelfde hoeveelheid grondstoffen te blijven importeren, en worden dus in feite minder rijk. Een aanpassing aan deze nieuwe situatie is onvermijdelijk. Zoals gezegd hebben hogere grondstofprijzen een direct effect op de inflatie. In de Westerse landen dragen energie- en voedselprijzen bijna 1,5 procentpunt bij aan de inflatie. Het IMF heeft sinds april vorig jaar de inflatievoorspelling voor 2008 in deze landen met 1,4 procentpunt verhoogd naar 3,4%. In opkomende landen is de bijdrage van voedsel en energie zelfs ruim 4 procentpunt doordat mensen een groter deel van hun inkomen aan deze producten besteden. De IMF-inflatie-raming voor opkomende en ontwikkelingslanden steeg met 5,2 procentpunt tot 9,1%. Er zijn nog geen grote effecten zichtbaar op de inflatie zonder voedsel en energie.

Tegelijkertijd daalt de economische groei door de hogere grondstoffenprijzen. Producenten ervaren wereldwijd een flinke stijging van de kosten van hun productie input. Als ze deze kosten niet kunnen doorberekenen, leidt dit tot lagere winstgevendheid, afne-

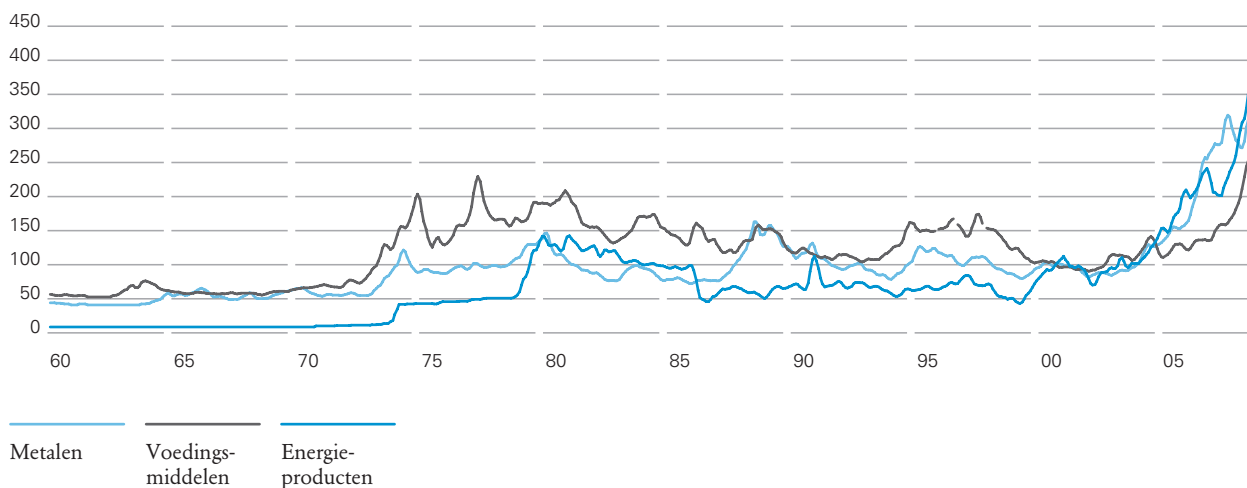
Grafiek 1 Headline inflatie

Procentuele jaarommutatie laatst bekende maand



Grafiek 2 Lange termijnontwikkeling van grondstofprijzen

Index, 2000 = 100, 3-maands voortschrijdend



mende investeringen of zelfs een verlaging van het aanbod. Vliegtuigmaatschappijen schrappen bijvoorbeeld vluchten die door de hogere brandstofprijzen niet meer rendabel zijn. Voor consumenten tast de hogere inflatie het reële beschikbare inkomen aan. De reële loongroei is momenteel in verschillende landen negatief. Mensen schroeven daarom hun consumptie terug, vooral als ze de hogere prijzen als permanent beschouwen. Het vertrouwen van producenten en consumenten daalde de laatste maanden dan ook scherp.

Deze prijsschok komt nog bovenop het negatieve effect van de kredietcrisis, en de daarmee gepaard gaande daling van aandelenkoersen en van huizenprijzen in sommige landen. De banken scherpen na grote verliezen hun kredietvoorwaarden aan, en beperken hun kredietverlening. Deze serie van negatieve schokken heeft de wereldwijde groeivertraging verscherpt, nu recent ook de groei in Europa en Japan stagneert. De groei in opkomende landen vertraagt minder sterk. Het IMF heeft de mondiale groeiraming in 2008 sinds april 2007 met 0,8 procentpunt verlaagd naar 4,1%.

Een terugkeer naar de jaren zeventig is niet waarschijnlijk

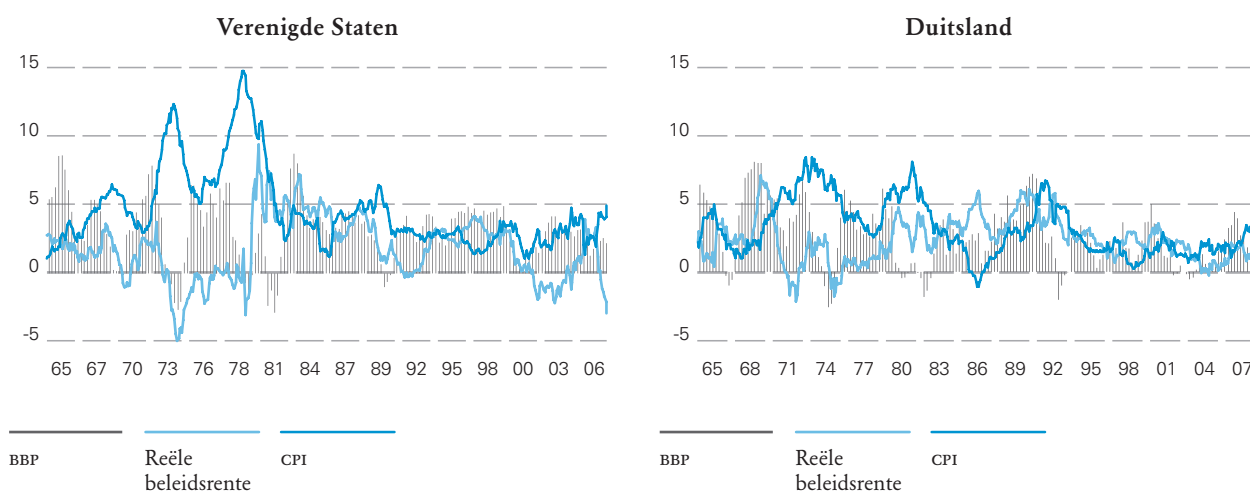
Deze situatie roept herinneringen op aan de jaren zeventig. De grote olieprijschokken van 1973-1974 en 1978-1979 leidden tot stagflatie: hardnekkig hoge inflatie ging gepaard met een stagnerende groei. In 1974 was de inflatie in de Verenigde Staten bijvoorbeeld ruim

12%, terwijl de economie met bijna 3% kromp (zie grafiek 3). Deze stagflatie kwam echter niet alleen door de hogere olieprijs: fouten van beleidsmakers hebben minstens zo'n belangrijke rol gespeeld (Nelson, 2004). Het monetaire beleid van veel landen was te lang te ruim, zoals bijvoorbeeld in de vs. In de acht jaar tussen 1973 en 1980 was de reële beleidrente daar gemiddeld negatief (-0,7%). Mede door dit ruime beleid, liepen de inflatieverwachtingen op en daarmee ook de loonstijgingen. Er ontstond een loon-prijsspiraal, aangewakkerd door de werking van indexatiemechanismen. Anders was dit in Duitsland, waar de inflatie aanzienlijk lager bleef dan in de vs als gevolg van een krappere monetair beleid. Om het inflatietij te keren, moest het Amerikaanse Federal Reserve Systeem – wiens reputatie als inflatiebestrijder was aangetast – begin jaren tachtig de rente tot grote hoogte opvoeren (bijna 10% in reële termen, zie grafiek 3). Deze verkrapping van het monetaire beleid ging gepaard met een forse groeiterugval en oplopende werkloosheid; de prijs van een beleid dat te laat en te weinig had gereageerd op toenemende inflatedruk.

De huidige prijsschokken zullen waarschijnlijk een minder groot effect hebben. Westerse landen zijn nu veel minder afhankelijk van olie dan in de jaren zeventig. Zo is de olie-intensiteit van het eurogebied sinds 1970 meer dan gehalveerd. Ook zijn lonen flexibeler geworden, doordat landen hun arbeidsmarkten hebben hervormd, en doordat indexatiemechanismen veel minder worden toegepast. Daarbij is het begrotingsbeleid in veel Westerse landen verbeterd ten opzichte van de jaren zeventig. In plaats van het beïnvloeden van

Grafiek 3 Reële beleidsrente en inflatie: Verenigde Staten versus Duitsland

Procenten cq procentuele mutaties tov voorgaande overeenkomstige periode



de conjunctuur, is de nadruk meer komen te liggen op houdbare overheidsfinanciën. Verder zorgt de toenemende concurrentie uit lage lonen landen als China en India voor goedkope importen, waardoor het moeilijker wordt om lonen en prijzen te verhogen. Ten slotte hebben centrale banken geleerd van hun fouten in de jaren zeventig. Inflatiebestrijding heeft in de meeste landen een veel groter gewicht gekregen dan het op korte termijn stimuleren van de economische groei (Clarida et al., 2000). Ook het institutionele raamwerk is verbeterd. In de jaren negentig zijn veel centrale banken onafhankelijk van de politiek geworden, waardoor ze minder onder druk staan om een stimulerend beleid te voeren. Tegelijkertijd zijn monetaire strategieën duidelijker afgestemd op de beheersing van de inflatie. Door deze verbeteringen heeft het monetaire beleid aan geloofwaardigheid gewonnen en zijn de langetermijn inflatieverwachtingen op een lager niveau gekomen en steviger verankerd.

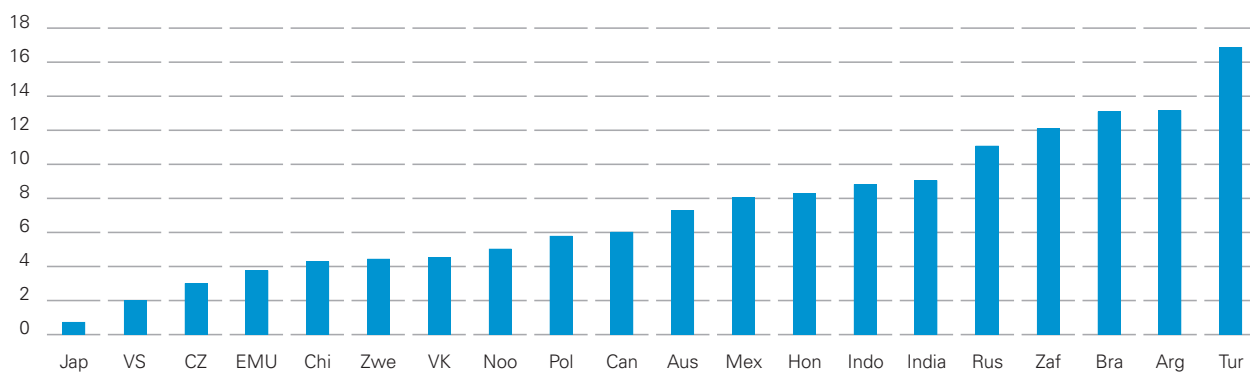
lijker afgestemd op de beheersing van de inflatie. Door deze verbeteringen heeft het monetaire beleid aan geloofwaardigheid gewonnen en zijn de langetermijn inflatieverwachtingen op een lager niveau gekomen en steviger verankerd.

De beleidsuitdaging voor centrale banken

De huidige stijging van de grondstofprijzen vormt een serieuze test voor dit verbeterde beleidsraamwerk. Nu hoeven centrale banken niet direct te reageren op een forse prijsschok. De inflatie ligt door de hogere grondstoffenprijzen weliswaar tijdelijk boven het streefniveau

Grafiek 4 Nominale beleidsrente juli 2008

Procenten



van centrale banken, maar grondstoffenprijzen komen tot stand op de wereldmarkt, en zijn doorgaans niet direct te beïnvloeden door individuele landen. De centrale bank kan de algemene inflatie hoogstens omlaag brengen door via renteverhogingen de stijging van andere prijzen te beperken. Dat is echter niet nodig zolang het waarschijnlijk blijft dat de inflatie vanzelf weer terugkeert naar de doelstelling. Ingrijpen is wel geboden als de inflatieverwachtingen gaan oplopen, en als de hogere grondstoffenprijzen worden gecompenseerd via hogere lonen. Door deze tweederonde effecten kan namelijk een hardnekkig hogere inflatie ontstaan die alleen met forse renteverhogingen valt te beteugelen. Het is dus cruciaal dat de inflatieverwachtingen voor de lange termijn stevig verankerd blijven op een laag niveau. Om die reden zullen monetaire beleidsmakers willen reageren vóórdat zich significante tweederonde effecten voordoen. De kans hierop wordt immers groter naarmate de hoge inflatie langer aanhoudt, vooral als verwachtingen overwegend terugkijkend zijn. Bovendien blijken inflatieverwachtingen relatief sterk te worden beïnvloed door de prijzen van goederen die mensen dagelijks kopen, zoals benzine en voedsel (ECB, 2008). Ook dit beperkt de bewegingsruimte van centrale banken om een beleidsreactie uit te stellen.

De beleidsreacties zijn niet overal hetzelfde. De centrale banken van het VK, Canada en de Verenigde Staten hebben de beleidsrente sinds juli 2007 verlaagd, variërend van 75 tot zelfs 325 basispunten. De Bank of Japan en de ECB lieten de rente lange tijd gelijk, maar afgelopen juli besloot de ECB tot een renteverhoging van 25 basispunten. De centrale banken van Australië, Zweden en Noorwegen verhoogden de rente in een jaar tijd met 100 tot 150 basispunten. Ook in de opkomende economieën – waar de inflatie sneller stijgt – werd de beleidsrente in het algemeen verhoogd. De uiteenlopende reacties hangen deels samen met verschillen in het relatieve *gewicht* dat centrale banken in hun beleid toekennen aan de vooruitzichten voor inflatie en economische groei. Daarnaast is de *mate* waarin de inflatie opliep en de groei afzwakte niet overal gelijk. Hetzelfde geldt voor de *aard* van de schokken waardoor de economieën zijn getroffen. Zo is de neergang van de Amerikaanse economie in eerste instantie vooral ingegeven door de sterke afkoeling van de huizenmarkt en de problemen met subprime hypotheeklen. De kredietcrisis die daarop volgde, raakte huishoudens in de VS daarom sterker dan elders in de wereld. Hoe finan-

ciële instellingen door de kredietcrisis zijn getroffen en hoe deze doorwerkt op de economie zal van land tot land kunnen verschillen. De aanzienlijke variatie in het niveau van de beleidsrentes in de wereld (grafiek 4) is in belangrijke mate een afspiegeling van de uiteenlopende inflatie- en groeivoorzichten waarin bovengenoemde factoren tot uiting komen.

Geraadpleegde literatuur

- Clarida, Galí en Gertler** (2000), Monetary policy rules and macroeconomic stability: evidence and some theory, *Quarterly Journal of Economics*, 1147-180.
- European Central Bank** (2008), *Special Editions of the Monthly Bulletin for the 10th Anniversary of the ECB*, www.ecb.int
- Nelson** (2004), The Great Inflation of the Seventies: What Really Happened?, *Federal Reserve Bank of St. Louis working paper*, nr. 2004-001.