

DE PRIJS VAN NULINFLATIE

RONALD JANSSEN

Met de komst van de euro en de installatie van een sterke en onafhankelijke centrale bank voor de EMU-zone is het woord 'prijsstabiliteit' niet weg te denken uit het macro-economisch beleid. Zonder te pleiten voor een terugkeer naar galopperende inflatie beweren we dat de voordelen van extreem lage inflatie (zeg maar nulinflatie) overroepen en niet door de economische wetenschap aanwijsbaar zijn. Omgekeerd zijn aan inflatieritmes van 0 of 1% heel wat risico's en economische kosten verbonden. Inflatie van 4% of meer brengt wel instabiliteit in de economie binnen, maar inflatievoeten van 2% en minder ontzeggen de economie en de arbeidsmarkt de noodzakelijke olie voor een goede werking ervan.

DE VERBORGEN AGENDA VAN MAASTRICHT

Onder het motto dat 'prijsstabiliteit' de beste waarborg is voor duurzame groei en méér werkgelegenheid, is het streven naar een uiterst lage inflatie een overheersende doelstelling geworden in het Europees economisch beleid van de jaren '90. Deze nieuwe klemtoon is ook duidelijk te merken in de cijfers. Wijl de prijzen in het begin van dit decennium in Europa nog met 4% per jaar stegen, is de inflatie op vandaag nagenoeg volledig uitgeroeid (°).

Dit alles is geen toeval, maar heeft te maken met de invoering van de Europese eenheidsmunt. Om Duitsland ertoe te brengen de sterke en betrouwbare DM in te rui-

len voor een onbekende eenheidsmunt, werden in het Verdrag van Maastricht waarborgen ingeschreven die de monetaire stabiliteit dienden te verzekeren. Zo werden convergentiecriteria zoals lage inflatie en dito overheidstekorten voorzien, met de uitsluiting van het land in kwestie van deelname aan de EMU als stok achter de deur. Een tweede waarborg werd bekomen door het installeren van een anti-inflatiemachine in de vorm van een Europese Centrale Bank (ECB).

Het oprichten van zo'n ECB, zoals voorzien in het Verdrag, vertoont inderdaad een aantal opmerkelijke kenmerken. Ten eerste is er de doelstelling van de ECB. Volgens het Verdrag moet ze prioritair streven naar prijsstabiliteit. Daarnaast moet de ECB inderdaad haar steentje bijdragen tot de verwezenlijking van andere doelen zoals duurzame groei, hoge tewerkstelling en sociale samenhang. Maar dit alles komt wel slechts in tweede orde. De ECB mag, vol-

Ronald Janssen is licentiaat Toegepaste Economische Wetenschappen, studeerde aan Ufsia ('81) en is sedert '83 werkzaam in het ACV. Vanaf '91 is hij verbonden aan de ACV-studiedienst met opvolging van domeinen als Europese economische integratie, macro-economie van België, contacten van WVA met IMF en Wereldbank. In 1998 publiceerde hij *De verbroken belofte. Voor een Europese eenheidsmunt in dienst van tewerkstelling.*

gens het Verdrag, enkel aandacht besteden aan deze andere doelen als de prijsstabiliteit er niet door in gevaar komt. Zeker in vergelijking met de statuten van andere centrale banken is deze omschrijving toch wel erg strikt te noemen. De *Federal Reserve* bijvoorbeeld dient volgens haar statuten evenveel belang te besteden aan het bestrijden van inflatie als aan het optimaliseren van economische groei. Maar ook de statuten van de Duitse *Bundesbank* zélf gaan niet zover als het Verdrag van Maastricht. Zo moet de Bundesbank 'de waarde van de munt verdedigen'. In tegenstelling tot het mandaat van 'prijsstabiliteit' is deze doelstelling voldoende breed om in de praktijk ruimte te laten voor andere doelen dan het bestrijden en beheersen van inflatie.

Daarenboven beschikt de ECB over de nodige manoeuvreerruimte om dit strikte mandaat van prijsstabiliteit ook waar te maken. Doordat de voorzitter en de leden van de raad van bestuur van de ECB voor acht jaar benoemd worden en ondertussen dus niet afgezet kunnen worden door de regeringen, is de ECB in grote mate onafhankelijk van mogelijke politieke druk. Daar komt nog bij dat deze onafhankelijkheid geregeld is in een Europees Verdrag. Wijziging daarvan moet met goedkeuring van alle nationale parlementen gebeuren, wat uiteraard geen eenvoudige zaak is. Men kan dan ook terecht zeggen dat de ECB de meest onafhankelijke centrale bank van de wereld is.

Ten slotte hebben de Europese regeringsleiders in mei '98 de kroon op het anti-inflatiebolwerk gezet door heel wat 'inflatiehaviken' en technocratische bankiers te benoemen in de raad van bestuur van de ECB. Veelzeggend is dat IMF-voorzitter Michel Camdessus, het ECB-bestuur als een 'dream team' bestempelde, een equipe waarvan hij in ieder geval nooit had durven dromen.

Terugblikkend op dit alles, kan men zeggen dat het Verdrag van Maastricht een verborgen agenda bevatte. Achter de officiële retoriek die eenheidsmunt automatisch gelijk stelde aan een sterkere economie en meer werkgelegenheid, schuilde een poging om het economisch beleid in Europa te onderwerpen aan de doelstelling van prijsstabiliteit.

CENTRALE BANKIERS SLUITEN DE ACHTERDEUR

Uiteindelijk liet het Verdrag zélf nog wel één ontsnappingsroute toe. Nergens in de Verdragstekst kan men immers lezen wat de exacte betekenis is van 'prijsstabiliteit'. Gegeven de ECB-constructie en de samenstelling van haar raad van bestuur is het echter niet verwonderlijk dat deze achterdeur al vlug gesloten werd. Enkele maanden na haar oprichting besliste de ECB-raad van bestuur om 'prijsstabiliteit' te definiëren als 'een stijging van de prijzen die niet méér dan 2% bedraagt'.

Deze omschrijving is ronduit gezegd erg eng. Vergelijk b.v. met de jaren '60 waarin een inflatie van gemiddeld 3,8% per jaar géén probleem vormde voor het bewerkstelligen van mooie groeipercentages en volledige werkgelegenheid in Europa. Ook in vergelijking met de andere centrale banken van de wereld is de inflatiedoelstelling van de ECB ambitieus te noemen. De *Bank of England* wil de inflatie stabiliseren op

2,5%, met een marge van 1% zowel naar boven als naar beneden toe. De *Federal Reserve* van de VS van zijn kant stabiliseert de inflatie in de praktijk op 2,5% à 3%. Vergeten we ten slotte niet dat de officiële inflatiecijfers om diverse redenen met 0,75 à 1% overschat zijn. Dit betekent dat de ECB een prijsdoel heeft dat zich in feite situeert tussen 1% deflatie en maximaal 1% inflatie...

PRIJSSTABILITEIT: HET GROTE WAAROM

Inflatie is iets raars. Ze kan op gang komen door spanningen tussen vraag en aanbod op de arbeids- en /of goederenmarkt. Tekort aan arbeidskrachten stuwt lonen, kosten en zo prijzen omhoog. Een te hoge vraag naar goederen t.a.v. de beschikbare productiecapaciteiten heeft een vergelijkbaar effect. Daarnaast wordt inflatie echter ook in belangrijke mate bepaald door 'inflatieverwachtingen'. Als loontrekkenden, respectievelijk ondernemers verwachten dat de prijzen van consumptiegoederen, respectievelijk de kost van arbeidskrachten, het komende jaar met b.v. 4% zullen stijgen, dan zullen ze deze prijscompensatie in de loonafspraken en de prijsvorming inrekenen. Uiteraard dragen ze er zo toe bij dat de inflatie daadwerkelijk ook op 4% zal uitkomen. Inflatieverwachtingen hebben m.a.w. de neiging om zichzelf te bevestigen. Het is hier dat het schoentje knelt. Want dergelijke verwachtingen van economische agenten zijn niet altijd even stabiel. Als de inflatie gestegen is van b.v. 4 naar 6%, bestaat de mogelijkheid dat economische agenten voor de nabije toekomst rekening beginnen te houden met een percentage van 7%. Voor men het weet, zit men in een straatje zonder einde. Hogere inflatieverwachtingen doen de effectieve inflatie stijgen, en een hogere effectieve inflatie duwt dan weer opnieuw de inflatieverwachtingen de hoogte in.

Inflatieprocessen kenmerken zich niet alleen door instabiliteit, erger is dat deze onzekerheid zich ook doorzet naar de economie en in het bijzonder naar hogere langetermijnrentevoeten. Geconfronteerd met onzekerheid over de toekomstige inflatie zullen financiële markten bij het bepalen van rentevoeten immers risicopremies gaan verrekenen. Dit betekent hogere rentevoeten. En die wegen door op de investeringsbeslissingen van ondernemingen en zo op de groei­kracht van de economie.

Het stabiliseren van de inflatie op een laag niveau is dus van wezenlijk belang om te vermijden dat de economie verzeild geraakt in een spiraal van stijgende inflatie, instabiele inflatieverwachtingen, financiële onzekerheid, lage investeringen. Anders gezegd, als economische agenten ervan doordrongen zijn dat prijsstabiliteit duurzaam verworven is, zal dit zijn vruchten afwerpen en zullen investeringen, groei en jobcreatie naar een hogere versnelling overgaan.

ECONOMISCH ONDERZOEK AAN HET WOORD

Zoals de ervaringen van de jaren '70 getuigen, bevat dit alles onmiskenbaar een belangrijke kern van waarheid. Toen ging galopperende inflatie immers hand in hand met economische crisis en stijgende werkloosheid. Desondanks blijft er de vraag naar het precieze inflatieniveau vanaf hetwelk de onzekerheid hoogtij viert en ren-

tevoeten en investeringen negatief beïnvloed worden. Nog anders gezegd, inflatiepercentages van 6 of 8% of nog hoger bevinden zich duidelijk in het bereik waarbinnen die onzekerheid de toon aangeeft. Het is echter minder duidelijk of een inflatie van 2% de economische onzekerheid betekenisvol vermindert in vergelijking met een inflatie van b.v. 3%.

Een antwoord op deze vraag komt van het economisch empirisch onderzoek. Heel wat studies hebben geprobeerd om de inflatiedrempel te bepalen die de economische groei in gevaar brengt. Barro (1995), toch een overtuigd monetarist, besluit dat 'het duidelijke bewijs van de negatieve invloed van inflatie geleverd wordt door de ervaring van landen waar de inflatie in bepaalde perioden hoger lag dan 10%-20% per jaar.' Stanners (1993) zocht naar correlaties tussen inflatie en groei in veertien landen over de periode 1980-'88 en in negen landen over de periode 1948-'86. Hij kwam tot de bevinding dat er 'geen bewijsmateriaal kon gevonden worden voor de bewering dat een lage inflatie of nulinflatie een onmisbare of zeer belangrijke voorwaarde zou zijn voor een hoge en aanhoudende groei'.

Verhelderend is de Sarel-paper (1996) van de (althans op dit gebied) onverdachte onderzoeksafdeling van het IMF. Sarel werkte met 87 landen over de periode 1970-'90. Op basis van het inflatieniveau werd deze steekproef ingedeeld in twaalf groepen. Vervolgens werd een poging gedaan om de vastgestelde groei te verklaren door traditionele factoren (zoals overheidsuitgaven en bevolkingsaan groei) én door het feit of het land in kwestie tot een hoge- of lage-inflatiegroep behoorde. De paper besluit dat een belangrijke structurele breuk zich voordoet op het inflatieniveau van 8%. Zodra de inflatie hoger is dan 8%, zijn de kosten ervan zichtbaar én substantieel. Maar als ze onder de 8% gaat, is er geen belangrijke negatieve invloed op de groei. Sarel komt in dit laatste geval zelfs tot licht positieve effecten van inflatie op economische groei.

DE PRIJS VAN PRIJSSTABILITEIT: DESINFLATIE VERHOOGT STRUCTURELE WERKLOOSHEID

De bijkomende baten van een beleid dat de inflatie terugbrengt van 3% naar 2 of zelfs 1% zijn weinig overtuigend. Omgekeerd zijn aan een dergelijk streng anti-inflatiebeleid minstens vier (2) gevaren en risico's verbonden.

Een eerste gevaar is dat een doorgedreven proces van desinflatie onvermijdelijk gepaard gaat met een langdurige periode van aanhoudend hoge werkloosheid. Het instrument bij uitstek om de inflatie onder controle te krijgen, blijft immers het 'afkoe-len' van de economie. Door deze laatste in een crisis onder te dompelen, slaan de spanningen op de arbeids- en goederenmarkt om. Tekort aan banen en hogere werkloosheid brengt mee dat werknemers zich onzeker beginnen voelen en de looneisen milderden. Ondernemingen van hun kant worden geconfronteerd met overtollige voorraden en een teveel aan productiecapaciteit en 'braderen' de verkoopprijzen van hun producten.

De hoge(re)werkloosheid die uit de economische neergang voortvloeit, is in principe slechts tijdelijk. Vanaf het ogenblik dat de inflatie daalt, zullen ook de inflatie-

verwachtingen zich in neerwaartse zin aanpassen. Als de verwachtingen uiteindelijk in de buurt komen van het gestelde inflatiedoel kan het beleid de economische teugels opnieuw vieren en de economische groei opnieuw laten toenemen. Gegeven de lagere inflatieverwachtingen kunnen lonen en prijzen opnieuw stijgen zonder dat de inflatiedoelstelling in gevaar komt. (Als ze *niet* zouden stijgen, zouden inflatie en inflatieverwachtingen zich niet stabiliseren, maar verder in vrije val gaan.)

De praktijk is echter anders. Het desinflatiebeleid en de hoge werkloosheid die ermee gepaard gaat, zullen diepe sporen nalaten in de werking van de arbeidsmarkt. Hoge werkloosheid vertaalt zich immers vlug in langdurige werkloosheid. Mensen die lange tijd zonder werk zitten, verliezen beroepskwalificaties, hebben geen contact meer met het economisch leven en geraken ontmoedigd in de zoektocht naar een job. Ook de ondernemingen zelf gaan hier niet vrijuit: werkgevers hebben de neiging om laaggeschoolde/langdurig werklozen te discrimineren en verkiezen zelfs om eenvoudige jobs aan beter geschoolden uit te besteden. Dergelijk 'luke'gedrag komt nog méér voor als ook de hooggeschoolden weinig werk vinden en de bedrijven hun keuze kunnen doen uit een ruim aanbod van werkwilligen.

Hét risico met een streng deflatiebeleid is dan ook dat werkloosheid die aanvankelijk *cyclisch* en van voorbijgaande aard is uiteindelijk *structureel* wordt. Nu is het enerzijds niet onmogelijk om 'structurele' werkloosheid te bestrijden. Maar anderzijds is het toepassen van een actief arbeidsmarktbeleid evenmin eenvoudig of zonder financiële kosten. Als het actief arbeidsmarktbeleid onvoldoende aanslaat en de volgende economische herleving op de harde kern van werkloosheid botst, zit er dan ook niets anders op dan een nieuwe halt toe te roepen aan de groeidynamiek, zelfs als dit betekent dat de werkloosheid zich stabiliseert op een hoog niveau.

In het Europa van de EMU en zeker in België is dit proces duidelijk herkenbaar. Ondanks het feit dat de werkloosheid nog steeds hoog is, klagen heel wat Belgische ondernemingen 'steen en been' over het feit dat ze geen geschikte kandidaten vinden om de vacatures op te vullen. Een van de belangrijkste redenen is ongetwijfeld dat de crisissen van het begin van de jaren '80 en '90 heel wat werklozen gemarginaliseerd hebben, terwijl tegelijkertijd het aanwervingsbeleid van de bedrijven te selectief geworden is en te veel eisen stelt t.a.v. een arbeidsmarkt waarin de beter geschoolden reeds aan het werk zijn ⁽³⁾.

DE PRIJS VAN PRIJSSTABILITEIT: SPOOK VAN DEFLATIE EN LIQUIDITEITSVAL

Gedane zaken nemen geen keer. België en andere EMU-landen hebben in de jaren '90 ervoor geopteerd om de Bundesbank te volgen en de inflatie helemaal uit te roeien. Zoals men ook kon verwachten is dit desinflatieproces hand in hand gegaan met een kwakkelende economie en met ondermaatse groei. Korte perioden van een bescheiden economische herleving worden onmiddellijk opgevolgd door een nieuwe groeivertraging. Dit alles heeft tot gevolg dat de werkloosheid in de EMU zich nu al zo'n zeven jaar op een hoog niveau van 11 à 12% bevindt. De kans is bijgevolg groot dat de structurele werkloosheid nog verder toegenomen is. Dit is hoe dan ook een erfenis waar men niet onderuit kan. Er zit dan ook niets anders op dan ermee te leven en te proberen om de harde kern van werkloosheid aan te pakken via een

combinatie van actief arbeidsmarktbeleid met een macro-economisch beleid dat de volgende jaren voldoende economische groei oplevert.

Wél van essentieel belang voor het huidig economisch beleid, is het inzicht dat inflatievoeten van 1 à 1,5% méér dan waarschijnlijk een nieuw struikelblok zijn voor de groei- en werkgelegenheidsdynamiek van de volgende jaren. In dit verband moet in de eerste plaats gewaarschuwd worden voor de 'liquiditeitsval' (4). Bondig gezegd bevindt een economie zich in een 'liquiditeitsval' als de monetaire politiek niet langer bij machte is om de geldhoeveelheid te bepalen en intrestvoeten te verlagen en daarmee het vermogen verliest om de economie te stimuleren. Wat de centrale bank in dit geval ook doet, particulieren en bedrijven hebben alle vertrouwen verloren en potten geld en bankbiljetten op i.p.v. ze uit te geven of te investeren.

Een centrale bank is onmachtig (5) als een combinatie van drie voorwaarden zich voordoet: de nominale intrestvoeten zijn reeds dicht bij nul, prijsstijgingen slaan om in deflatie en particulieren en bedrijven beginnen deze deflatie in hun verwachtingen in te rekenen. In dat geval staat de centrale bank voor een onmogelijke opdracht. Een verdere verlaging van de (nominale) intrestvoeten impliceert immers dat die onder nul moeten gaan. Negatieve intrestvoeten opleggen aan de economie is echter nagenoeg onmogelijk. Als particulieren en bedrijven geen intrest meer ontvangen, maar moeten betalen, zullen ze spaargelden eenvoudigweg bij zich houden en oppotten en niet langer meer beleggen. De centrale bank verliest zo elke mogelijkheid om de economie te ondersteunen (6).

Dit is des te erger omdat deflatie de kiem van een vicieuze cirkel in zich draagt. Net zoals inflatieverwachtingen instabiel zijn (zie hiervoor), kan deflatie zichzelf verder versterken. Consumenten stellen hun aankopen uit in de veronderstelling dat de prijzen verder zullen dalen. Ondernemers van hun kant stellen investeringsprojecten uit omdat ook zij erop rekenen dat de prijs van kapitaalgoederen morgen lager zal zijn. Daarenboven zal men wel twee keer nadenken vooraleer leningen aan te gaan waarvan de kapitaalwaarde ervan van jaar tot jaar de hoogte ingaat. Deflatieprocessen moeten dan ook tijdig een halt toegeroepen worden. Maar anders dan het geval is met inflatie, zijn de mogelijkheden van een centrale bank om de deflatiespiraal te doorbreken begrensd en soms onbestaande. In deze zin kan men dan ook gerust zeggen dat deflatie veel gevaarlijker is dan inflatie (7).

Anno 1999 dient de vraag gesteld of de EMU en de ECB niet met vuur aan het spelen zijn. Inflatie in de EMU is onder de 1% gezakt zodat van prijsstabiliteit letterlijk sprake is. Met kortetermijnrentevoeten aan 2,5% is de ruimte om die te verlagen niet uitgesproken groot. Daarmee is de economie van de EMU uitermate kwetsbaar. Elke nieuwe economische tegenslag kan de prijsstabiliteit doen omslaan in deflatie en een neerwaartse spiraal in werking zetten. Met 2,5% nominale rente is een verdere verlaging dan wellicht net voldoende om de wegzakkende prijsevolutie te volgen en de reële rente zo te stabiliseren. Van verdere renteverlagingen om de economie opnieuw een steuntje in de rug te geven, zal echter weinig sprake zijn. We benadrukken dat er genoeg kansen zijn op een economische tegenslag. Zo zijn een *crash* op de Amerikaanse beurs, een inzinking van de dollar of gewoonweg een vertragende VS-economie niet uit te sluiten. Daarenboven ligt de ironie van dit verhaal erin dat

de ECB en de EMU zich wel eens zélf in een 'liquiditeitsval' zouden kunnen manoeuvreren. Nu de Duitse Financie-minister Lafontaine weg is, heeft de ECB de tegenaanval ingezet en haalt men vanuit Frankfurt regelmatig uit naar de politiekers die een te lakse politiek voeren inzake overheidsbegroting. Méér en vlugger en langs de zijde van de sociale overheidsuitgaven saneren, dat is dé boodschap die voortdurend uitgezonden wordt. Dit signaal kan in sommige omstandigheden correct zijn. Maar een nieuwe sanering doorvoeren t.a.v. de Europese koopkracht op een ogenblik dat de conjuncturele opklaring onzeker en in ieder geval zeer pril is, is vragen om moeilijkheden. Als men zich inderdaad misrekenet en de conjunctuurherleving zich in 2000 niet of onvoldoende krachtig doorzet, is de kans groot dat de combinatie van zwakke afzetmarkten in de rest van de wereld met een verzwakkende interne vraag de economie van de EMU-zone in de deflatie stort...

DE PRIJS VAN PRIJSSTABILITEIT: INFLATIE ALS MOTORLIE VAN ECONOMISCHE GROEI

Nulinflatie verhoogt het risico dat de minste negatieve schok de economie willens nillens in een deflatiespiraal duwt. Maar ook als de economie opnieuw aantrekt, rijzen er problemen. Vroeg of laat zal de nieuwe economische heropleving botsen op de erfenis van het verleden: een harde kern van gedemotiveerde werklozen alsook een gebrek aan productiecapaciteit wegens de desinvesteringen gedurende de crisis. De kans is dan reëel dat het conjunctuurherstel ook een zekere heropflakking van de inflatie met zich meebrengt ⁽⁹⁾. Dat is niet noodzakelijk slecht, maar kan integendeel een teken zijn van een gezonde en krachtige economie. Als ondernemingen merken dat hun winsten stijgen én er onvoldoende productiecapaciteit is om aan de vraag te voldoen, zullen ze hun investeringen opdrijven. En met de nieuwe opbouw van productiecapaciteit zullen ook de prijsspanningen verdwijnen en zal het inflatieritme zich stabiliseren of zelfs opnieuw dalen ⁽⁹⁾. Een zelfde verhaal geldt voor de arbeidsmarkt. Bedrijven die merken dat ze het zich niet langer meer kunnen veroorloven om lager geschoolde jobs in te vullen door hoger geschoolden, zullen hun gedrag na verloop van tijd aanpassen.

In plaats van te proberen om geschoolde werknemers van andere ondernemingen af te kopen met hogere lonen en winstdeelname zal men meer en meer de noodzaak inzien van investeringen in de vorming en opleiding van werklozen. En als dit in voldoende mate lukt, zal ook de looninflatie zich stabiliseren.

Dit alles betekent dat men zich niet mag blindstaren op wat onder economen bekend staat als 'de werkloosheidsgraad vanaf dewelke de inflatie opnieuw toeneemt ⁽¹⁰⁾', of kortweg structurele werkloosheid. Heel wat economen doen dit inderdaad niet en maken bewust een onderscheid tussen de structurele werkloosheid op korte en op lange termijn. Eerstgenoemde is die werkloosheid vanaf dewelke de inflatie *tijdelijk* versnelt. Dit valt na verloop van tijd echter stil en de inflatie stabiliseert dan opnieuw. In het tweede geval gaat het echter om een *permanente* versnelling van het inflatieritme mét als gevolg dat men tamelijk vlug in een onhoudbare situatie van galopperende inflatie terechtkomt. Econometrische schattingen zijn trouwens in staat om hier cijfers op te plakken. Tabel I citeert twee berekeningen. En hoewel de twee

schattingen ietwat uiteenlopen, is de gemeenschappelijke conclusie toch dat de structurele werkloosheid op lange termijn een flink stuk lager ligt dan die op korte termijn.

Tabel I. Schattingen van structurele werkloosheid op korte en lange termijn			
	Effectieve werkloosheid	Structurele werkloosheid op lange termijn	Structurele werkloosheid op korte termijn
'84-'94 EU (Muet)	9,5%	5,4%	8,2%
Duitsland '97 (Visco)	10%	7,3%	9,6%
Frankrijk '97(Visco)	12%	7,4%	10,4%
Italië '97 (Visco)	12,1%	7,9%	10,6%

De hamvraag is echter of centrale banken, en de ECB in het bijzonder, dit onderscheid tussen lange en korte termijn weten te maken en voldoende aandacht zullen hebben voor de economische dynamiek die verborgen is achter een versnellende inflatie. Met de nadruk die gelegd wordt op het doel van prijsstabiliteit is de kans daartegen groot dat de ECB het geringste teken van loon- en prijsspanningen aangrijpt om de rentevoeten op te trekken en de economische dynamiek opnieuw af te remmen. Hét alibi zal dan zijn dat de werkloosheid een structurele drempel heeft bereikt en dat een verdere daling van werkloosheid moet komen van een deregulering van de arbeidsmarkt, niet van de zijde van de monetaire politiek. Zo creëert de monetaire politiek voor zichzelf een nieuwe valkuil. Elke poging van de economie om over te schakelen naar een dynamiek van hogere groei/ hogere investeringen ziet zich geblokkeerd door een monetaire politiek die geen enkel risico met inflatie wil nemen. Gegeven het feit dat de inflatie uiterst laag is en er dus volop ruimte bestaat om, net zoals de *Federal Reserve* in de VS gedaan heeft, de grenzen van structurele werkloosheid en inflatie te verkennen en het inflatiegevaar zo verder voor zich uit te duwen, zou dergelijke houding vanwege de ECB uiterst betreurenswaardig zijn.

DE PRIJS VAN PRIJSSTABILITEIT: INFLATIE ALS OLIE VAN DE ARBEIDSMARKT

Economische groei moet méér jobs opleveren. Dat was hét thema van de Europese beleidsdiscussie van de laatste jaren. De argumentatie was dat de economische groei

in de VS en Europa op lange termijn nagenoeg identiek was (wat tussen haakjes niet zo is: vanaf het begin van de jaren '80 ligt de groei in Europa een flink pak lager dan in de VS). De enorme jobcreatie die in de VS wél, maar in Europa niet plaatsvond, werd dan verklaard door de soepele werking van de VS-arbeidsmarkt. Die maakte het mogelijk om uit elk procentpunt aan economische groei een maximum aan nieuwe jobs te puren.

Te vlug wordt voorbijgegaan aan het feit dat ook de monetaire politiek een belangrijke rol speelt bij het bepalen van de arbeidsintensiteit van economische groei. Om dit te verklaren, vertrekken we van de vaststelling dat de bedrijfswereld geen homogene groep is. De ene onderneming (sector) kan genieten van ruime afzetmarkten voor haar producten en ziet de winsten stijgen. Andere bedrijven daarentegen zijn niet zo gelukkig en worden geconfronteerd met inkrimpende productie en slabbakkende omzet. Deze laatste categorie heeft maar twee alternatieven voor het faillissement: ofwel de werkgelegenheid herstructureren, ofwel de lonen aanpassen om de onderneming overlevingskansen te geven. De eerste oplossing verhoogt de productiviteit, de tweede benadrukt de arbeidsintensiteit van de economie.

Loonflexibiliteit kent echter grenzen. Enerzijds is het meestal wel mogelijk om verhogingen van het nominale loon af te zwakken of zelfs niet toe te kennen. In combinatie met de stijging van de verkoopprijzen betekent dit dat de reële loonkost voor de ondernemingen daalt. Anderzijds blijkt in de praktijk heel wat weerstand te bestaan tegen een uitgesproken daling van het nominale loon. (Net zoals financiële markten hyperallergisch blijken te zijn voor een nominale daling van de dividenduitkeringen per aandeel; ook dat wordt eenvoudigweg niet gedaan...) In dit geval is een vlugge daling van de reële loonkost voor de onderneming enkel mogelijk als de inflatie voldoende hoog is. Anders gezegd, een bevroering van het nominale loon biedt weinig soelaas voor de bedrijven in moeilijkheden als de inflatie nagenoeg onbestaande is. Ligt ze daarentegen iets hoger, op b.v. 3%, kan een stabilisatie van het nominale loon de loonfactuur in twee jaar met 6% verminderen en de onderneming in leven houden zonder te moeten overgaan tot een drastische herstructurering van de werkgelegenheid. Enige soepelheid met inflatiedoelstellingen draagt dus bij tot het arbeidsintensieve karakter van de economie.

In de VS is hier rond baanbrekend onderzoek verricht door Akerlof, Dickens en Perry. Deze auteurs documenteren dat, hoewel de loonvorming in de VS voldoende flexibel is en meer dan voldoende ruimte laat voor loondifferentiatie, nominale loonsverlagingen in de VS uiterst onpopulair zijn. Werknemers beschouwen een loonsverlaging als onrechtvaardig. Werkgevers zijn beducht voor het effect op de arbeidsmoraal en vrezen voor een verlies van de beste krachten. Aansluitend wordt een verband gelegd tussen de inflatiedoelstelling en het aantal ondernemingen dat problemen zal hebben met deze 'nominale loonvloer'. Uit tabel II blijkt dat niet minder dan 33% van de VS-ondernemingen in moeilijkheden geraakt wanneer de *Federal Reserve* een nul-inflatie zou nastreven. Als de inflatie omslaat in een milde deflatie, zijn zelfs 50% van de ondernemingen in potentiële ademnood. Omgekeerd blijken inflatiedoelstellingen die iets hoger liggen (maar nog ruim onder de 8% drempel vanaf dewelke inflatie de stabiliteit van de economie ondermijnt, zie hiervoor), dit probleem vlug te minimaliseren. Met 3% inflatie is enkel een marginaal deel van de ondernemingen nog met dit

probleem geconfronteerd. Tabel II vertaalt een en ander ook naar werkloosheid. Logischerwijze blijkt dan dat een verlaging van de inflatie van 2 naar 0% en lager resulteert in een werkloosheid die een flink pak hoger ligt.

Tabel II. Inflatie en het aandeel van ondernemingen in moeilijkheden in de VS		
Inflatie	Aandeel van ondernemingen met problemen met nominale loonvloer	Resulterende permanente werkloosheid
10%	0%	5,8%
5%	1%	5,8%
4%	2%	5,8%
3%	5%	5,9%
2%	10%	6,1%
0	33%	7,6%
- 1%	53%	10 %

Bron: Akerlof e.a.

DE VERBORGEN AGENDA VAN FINANCIËEL KAPITAAL EN LIBERALE DENKTANKEN

Uiteindelijk stelt zich de prangende vraag waarom centrale bankiers en anderen zich ook na de verwezenlijking van de EMU zo blijven vastklampen aan de retoriek van 'prijsstabiliteit' en nagenoeg-nulinflatie, en dit ondanks alle gevaren en risico's. Wat de centrale bankiers betreft, is de zaak vrij duidelijk. Zij zijn ofwel afkomstig uit de financiële middelen van banken, verzekeringsmaatschappijen en institutionele beleggers, ofwel oefenen ze er toezicht op uit en zijn ze 'verbonden' met deze wereld. Banken en institutionele beleggers in het algemeen hebben echter een uitgesproken belang bij desinflatie en absolute prijsstabiliteit. Desinflatie brengt immers mee dat de waarde van de beleggingsportefeuille aanzienlijk vermeerderd. Kapitalen die destijds in langlopende leningen aan hogere intrestvoeten belegd werden, stijgen in waarde als de inflatie daalt en de rente voor nieuwe leningen in elkaar zakt. Institutionele beleggers worden zo al slapende rijk. Zo hebben de Belgische institutionele beleggers de laatste jaren voor tientallen miljarden meerwaarden geboekt vanuit het verschil tussen een dalende marktrente en hoogrenderende portefeuille. Uiteraard zijn ze ook bevreesd voor het tegendeel. Inflatie die een klein beetje oploopt en de intrestvoeten meetrekt, zal minwaarden creëren op het langlopende deel van hun beleggingsportefeuille. Bankiers en aanverwanten zullen dan ook de retoriek van nulinflatie consequent ondersteunen, zelfs al is die niet zo gezond voor de rest van de economie.

Daarbij krijgt men volop steun vanuit een andere hoek. Voor denktanken zoals het IMF, de Oeso, maar ook voor werkgeversorganisaties is het thema van 'nulinflatie'

een ideaal aangrijpingspunt om de deregulering van de arbeidsmarkt op de politieke agenda te plaatsen. De redenering is eenvoudig: een centrale bank moet prijsstabiliteit nastreven, de overheidsbegroting mag haar daarbij niet in de weg lopen met een stimulerende begrotingspolitiek. Dus zijn loonmatiging, een meer flexibele arbeidsmarkt en besparingen in de sociale zekerheid om de bedrijven meer financiële zuurstof te geven de enige manier om de werkgelegenheid te ondersteunen. Het dogma van 'prijsstabiliteit' is m.a.w. in de eerste plaats een instrument om deze liberale agenda erdoor te krijgen.

Een zaak is ten slotte duidelijk. Wie gedacht had dat de discussie en de dogma's rond monetaire stabiliteit zouden stoppen met de invoering van de eenheidsmunt, komt bedrogen uit. Integendeel zelfs, de vraag naar een juist evenwicht tussen de aandacht voor prijsstabiliteit enerzijds en de noodzaak van economische dynamiek anderzijds stelt zich nog dringender dan ooit. Laten we maar hopen dat vakbeweging en politieke krachten in Europa de afwegingen die de ECB moet maken tussen inflatiebestrijding en werkgelegenheid, tussen monetaire stabiliteit en economische dynamiek weet te begeleiden en bij te sturen. Dat laatste is dan weer de verborgen agenda van het zopas afgesloten Europese werkgelegenheidspact. Het samenbrengen van regeringen, Europese sociale partners en ECB moet het mogelijk maken om de afweging tussen nog méér monetaire stabiliteit enerzijds en versterkte economische dynamiek anderzijds onderling te bediscussiëren en uit te klaren.

BIBLIOGRAFIE

- AKERLOF, DICKENS & PERRY, The macroeconomics of low inflation, *Brookings Papers on economic activity*, nr. 1, 1996.
- BARRO R., Inflation and economic growth, *Bank of England Quarterly Review*, May 1995.
- BRUNO, EASTERLY, *Inflation and growth: In search of a stable relationship*, Federal Reserve Bank of St. Louis, May/June 1996.
- DE GRAUWE Paul, The risk of deflation in the future EMU. Lessons of the 1990s, *CEPR-paper*, 1997.
- STANNERS B., Is low inflation an important condition for high growth? *Cambridge Journal on economics*, nr. 17, 1993.
- SAREL M., Nonlinear effects of inflation on economic growth, *IMF Staff Paper*, 1996.

-
- 1 De inflatie in de EMU-zone ligt nu iets onder de 1%; in landen zoals Frankrijk en Duitsland was de afgelopen maanden zelfs sprake van amper 0,2 à 0,4% inflatie.
 - 2 We gaan niet verder in op een vijfde gevaar: het feit dat een streng inflatiedoel nefast is voor een muntzone waaraan regio's met uiteenlopende ontwikkelingsniveaus deelnemen. In de EMU-zone b.v. zal de inflatie in regio's/landen zoals Spanje, Portugal, Ierland relatief hoog liggen omdat lonen in de dienstensectoren onvermijdelijk de invloed zullen ondergaan van de productiviteitsverbeteringen en de ermee gepaard gaande loonbeweging in de industrie. Gegeven een streng inflatiedoel van b.v. 1 à 1,5%, impliceert dit dat de inflatie in landen zoals Frankrijk en Duitsland lager moet liggen opdat de inflatie in de EMU als gemiddelde onder controle zou blijven. Een te letterlijke interpretatie van 'prijsstabiliteit' plaatst de EMU voor een weinig benidenswaardige keuze. Ofwel gaat de inhaalbeweging in eerstgenoemde landen gepaard met heel wat spanningen op het vlak van toegenomen loonongelijkheid tussen industrie en diensten. Ofwel bevinden laatstgenoemde landen zich vrijwel constant in een situatie van deflatie. Ofwel remt de ECB de economie van heel de muntzone constant af om te compenseren voor de 'inhaalinflatie' van eerstgenoemde landen. Evenwel moet dit gevaar genuanceerd worden. Uiteindelijk is het economisch gewicht van deze landen beperkt in vergelijking met dat van de kernlanden van de muntzone.
 - 3 Het jaarverslag van de Hoge Raad Werkgelegenheid meldt b.v. dat niet minder dan 15% van de ondernemingen hogeschoolden inzet voor functies die ook door lager geschoolden kunnen uitgevoerd worden.

- 4 Hele generaties studenten economie zijn met dit keynesiaans begrip grootgebracht. Bij gebrek aan actuele voorbeelden én wegens een inadequate kennis van de economische geschiedenis van de jaren '30 blijft de liquiditeitsval voor de meeste economen helaas een abstract begrip waarvan het praktische nut niet ingezien wordt.
- 5 De liquiditeitsval kan zich ook onder andere vormen voordoen. In het Europees Monetair Systeem b.v. kwamen 'liquiditeitsvallen' regelmatig voor. Deelnemende landen koppelden hun munt en dus ook hun rentevoet vast aan de DM, ongeacht de situatie waarin hun economie zich bevond. Omdat de EMS-afspraken en de muntkoppeling gerespecteerd moesten worden, kon de centrale bank van het land in kwestie onmogelijk de rente verlagen. Uit deze EMS-liquiditeitsval waren maar twee uitwegen. Ofwel de munt devalueren mits toestemming van de andere EMS-partners, ofwel uit het EMS stappen.
- 6 'Creatieve' oplossingen blijven wel mogelijk. Zo kan de centrale bank stijgende overheidstekorten financieren door geld bij te drukken. Budgettaire politiek is dan kosteloos en kan daarmee ten volle ingezet worden om de economie uit de deflatie te halen. Helaas verbiedt het Verdrag van Maastricht elke 'monetarisering' van de overheidsschuld. Creativiteit is de EMU niet gegund...
- 7 De uitlatingen van Duisenberg eind vorig jaar ('Inflatie is véél gevaarlijker dan deflatie') zijn dan ook verbijsterend en staan in schrille tegenstelling met de waarschuwingen die Greenspan destijds liet horen. Merk ook op dat de officiële doelstelling van de ECB inzake prijsstabiliteit de strijd tegen deflatie slechts impliciet vermeldt. De ECB spreekt niet van inflatie tussen nul en 2%, wél van prijsstijgingen die niet hoger liggen dan 2%. Dat nulinflatie de ondergrens is voor de ECB is dus nergens letterlijk vermeld, maar moet afgeleid worden uit het woord 'prijsstijgingen'. Zelfs een krant als de *Financial Times* had dit niet onmiddellijk door, zodat Duisenberg zich gedwongen zag de misverstanden hieromtrent op te helderen.
- 8 Variante hierop: hoewel de inflatie in de EMU nu onder de 1% ligt, zullen de inflatieverwachtingen voor de nabije toekomst wellicht nog iets hoger liggen, op b.v. 1,5 of 2%. Meer dan waarschijnlijk zal het herstel van de conjunctuur dan ook gepaard gaan met een opflakking van de inflatie van minder dan 1% naar een inflatieverwachting van b.v. 2%. Zolang er geen oververhitting van de economie is, zal de inflatie zich dan op deze 2% stabiliseren. Maar als de centrale bank elke stijging van de inflatie, hoe gering en tijdelijk ook, aangrijpt om de rente op te trekken, zal het conjunctuurherstel matig en zwak zijn en zal de economie onder haar potentiële capaciteit blijven draaien.
- 9 Inflatie zal opnieuw dalen als de verwachtingen de stijging van de inflatie niet onmiddellijk volgen en de oorzaak van de toenemende inflatie: een gebrek aan productiecapaciteit, uit de wereld geholpen is.
- 10 In het vakjargon: de NAIRU of de *non-accelerating rate of inflation*.