

## Ook Yellen krijgt geen vat op lage inflatie

By **Mark Beunderman**, [www.nrc.nl](http://www.nrc.nl)

juni 14de, 2017

Voor Europese centrale bankiers is het bijna om jaloers van te worden. Hun collega's bij de Amerikaanse Federal Reserve staan aan de vooravond van de vierde renteverhoging op rij, terwijl in de eurozone het einde van het tijdperk van ultralage rentes nog lang niet in zicht is.

Alom wordt verwacht dat de Fed deze woensdag de rente verhoogt met een kwart procentpunt, naar een bandbreedte van tussen de 1,25 en 1,5 procent. Dan drijft de Fed verder af van de Europese Centrale Bank, die vorige week niet verder kwam dan voorlopig af te zweren dat de rente *nóg* lager kan worden dan hij nu al is (*min* 0,4 procent). De Amerikanen gingen Europa voor in de 'grote recessie' na de financiële crisis, de Fed greep eerder in dan de ECB en maakt ook weer als eerste een pas op de plaats.

Toch valt het de Fed niet makkelijk het monetair beleid weer te 'normaliseren', zoals centrale bankiers dat noemen. In december 2015, toen de Fed voor het eerst sinds de crisis de rente een beetje verhoogde, verwachtten Fed-bestuurders nog dat de rente dit jaar tussen de 2 en 3 procent zou uitkomen. Dat wordt niet gehaald. Fed-voorzitter Janet Yellen heeft zeker drie kopzorgen.

1 Economische groei hapert, de arbeidsmarkt blijft ruim

Tot voor kort was het beeld steeds: de dynamische Amerikaanse economie laat die van de almaar ploeterende eurozone achter zich. Maar de laatste tijd gaat het in de VS niet meer zo fantastisch. In het eerste kwartaal groeide het bbp van de eurozone tweemaal zo hard als het Amerikaanse: 0,6 procent versus 0,3 procent. Amerikaanse consumenten zijn verre van kooplustig en bedrijven investeren weinig.

Het valt nog te bezien of deze trend doorzet, maar het is in elk geval niet wat president Donald Trump graag wil horen. Hij twitterde laatst over al het „fantastische economische nieuws” van na zijn verkiezing in november dat de media zouden negeren. Trump zelf negeerde de bbp-cijfers en wees op de gestegen beurskoersen en op de gedaalde werkloosheid (nu 4,3 procent). Er komen elke maand vele tienduizenden banen bij, zoals overigens al jaren.

Tot voor kort was het beeld steeds: de dynamische Amerikaanse economie laat die van de almaar ploeterende eurozone achter zich

Dat de werkloosheid nu zo laag is, zou eigenlijk simpelweg goed nieuws moeten zijn voor de Fed. 4,3 procent werkloosheid is heel laag, eigenlijk correspondeert het met de „maximale werkgelegenheid” die de Fed nastreeft.

Toch zijn er steeds meer aanwijzingen dat de daadwerkelijke werkloosheid hoger ligt. Het percentage van de bevolking dat deelneemt aan de arbeidsmarkt (bijna 63 procent) ligt lager dan voor de crisis (ruim 66 procent). Fed-bestuurslid Lael Brainard zei onlangs

dat veel mensen die in deeltijd werken, fulltime aan de slag zouden willen. Het suggereert dat er, ondanks het lage werkloosheidscijfer, nog ruimte op de arbeidsmarkt bestaat. En dát bezorgt de Fed hoofdbrekens voor het tweede doel dat zij nastreeft: een inflatie van 2 procent.

## 2 Inflatie blijft maar onder streefniveau

Normaliter trekt de inflatie aan als de werkloosheid zo laag is als nu. Dat is omdat bij een lage werkloosheid de lonen stijgen. En dat werkt door in de prijzen. Maar nu gebeurt dat allemaal nauwelijks. De loongroei in de VS ligt nu op 2 à 2,5 procent per jaar, tegen 3,5 procent voor de crisis. De 'kerninflatie' (waarvan de wispelturige energie- en voedselprijzen zijn uitgezonderd) is dit voorjaar weer gedaald, van vlak onder de 2 procent in februari naar 1,5 procent in april. Het geeft de sceptici over renteverhogingen binnen het Fed-bestuur, vaak 'duiven' genoemd, de nodige ammunisie.

De Fed stuit op een inflatieprobleem dat wereldwijd speelt. De economische logica van vóór de crisis gaat niet meer op, zo merken ook de centrale bankiers in Europa. Zowel De Nederlandsche Bank (DNB) als de Europese Centrale Bank liet zich er de voorbije dagen over uit. Er komen ook in de eurozone veel banen bij. Maar dat zijn voor een belangrijk deel flex- en deeltijdbanen, die minder goed worden betaald dan vast werk. Het is geen omgeving waarin werkenden hoge looneisen kunnen stellen – met een lage inflatie tot gevolg.

## 3 Wat te doen met de berg leningen op de balans?

De Fed probeerde de voorbije jaren de inflatie niet alleen op te krikken met een lage rente, ook kocht zij massaal staatsleningen en hypotheekleningen op. De balans zwol aan tot 4.500 miljard dollar (4.000 miljard euro). Die balans groeit nu niet meer, want de Fed vervangt alleen bestaande leningen en koopt netto geen nieuwe meer. Maar krimpen deed de balans tot nu toe evenmin.

Daar kan, bij de vergadering van woensdag, voorzichtig verandering in komen. Mogelijk geeft de Fed wat meer inzicht in hoe zij de balans wil gaan afbouwen, door aflopende leningen niet meer te vervangen. Dan 'normaliseert' het monetaire beleid pas echt. Het probleem: dat komt neer op een renteverhoging, want nu nog tempert de Fed de langetermijnrente door leningen te kopen. En gezien de hardnekkig lage inflatie is het de vraag hoeveel extra rente de economie nu kan verdragen.