

fd.nl

Draghi's grote inflatiezorg lijkt bewaarheid te worden

Marcel de Boer

4-5 minuten

Waar is Mario Draghi's optimisme op gebaseerd? In de VS is de werkloosheid nog maar 4,4% en toch stijgen de lonen er maar marginaal. En in Japan zit slechts 3% van de mensen zonder baan en is er nergens ook maar de minste inflatoire druk waar te nemen. Hoe ziet de president van de Europese Centrale Bank het dan toch binnenkort goed komen met de lonen en de inflatie in de eurozone? Tenslotte ligt de werkloosheid hier gemiddeld nog steeds op ruim 9%.

In juni, tijdens het Forum van de ECB in het Portugese Sintra, stelde Draghi er vertrouwen in te hebben dat de krappere arbeidsmarkt spoedig de lonen en de inflatie zal opjagen. Daarbij gaf hij aan dat de economie aansterkt en wel met wat minder monetaire stimulering toe kan. Dat was een eerste aanzet tot de aankondiging van een minder ruim beleid, een aankondiging die misschien donderdag al wat meer invulling krijgt.

Wetmatigheden gaan niet meer op

Het probleem waar Draghi en andere centrale bankiers mee worstelen is dat wetmatigheden die voor de kredietcrisis nog

golden, niet meer op lijken te gaan. De relatie tussen werkloosheid en loongroei en de uitwerking daarvan in de inflatie werkt niet meer.

Zo voorspelde de ECB in juni 2014 een gemiddelde loongroei van 2,2% op jaarbasis in 2016. In werkelijkheid kwam er 1,3% uit de bus. En die foute raming was niet het gevolg van een te optimistische blik op de arbeidsmarkt. Integendeel, de werkloosheid was met 10% een vol procentpunt lager dan waarop in juni 2014 nog gerekend werd. Het verwachte moment waarop de ECB de inflatie weer in de buurt van de doelstelling van 'dichtbij maar onder de 2%' zag komen, werd ondertussen almaar vooruitgeschoven.

Blijven stimuleren

Inmiddels ziet de ECB de arbeidsmarkt robuust verbeteren, waardoor de loongroei in 2019 op 2,4% zal uitkomen. Rekening houdend met de toename van de productiviteit is dat percentage echter volstrekt onvoldoende om dat jaar de inflatiedoelstelling te halen, benadrukt econoom Fabio Barboni van HSBC. Zelf rekent Frankfurt voor dat jaar op een — te lage — inflatie van 1,6%, wat inhoudt dat de ECB nog wel een tijdje een stimulerend beleid moet voeren.

Balboni wijst erop dat de ECB in de vicieuze cirkel zit waar Draghi in 2014 al bang was in verzeild te raken, namelijk dat te lage inflatie tot lage looneisen leidt, waardoor de inflatie achterblijft.

'De loongroei weerspiegelt in de eurozone niet zozeer de krapte op de arbeidsmarkt of de ontwikkeling van de productiviteit, maar vooral de inflatie in het recente verleden', zo stelt hij. Vakbonden eisen compensatie voor prijsstijgingen in hun loononderhandelingen met de werkgevers. En hoewel de bonden

invloed hebben verloren, zetten hun collectieve akkoorden in veel landen, waaronder Frankrijk, Italië en Spanje, nog de toon.

Inflatieverwachtingen

Uit econometrisch onderzoek van HSBC blijkt dat een 1 procentpunt lagere inflatie tot 0,3 procentpunt lagere loongroei in het daaropvolgende jaar leidt. Draghi's zorg dat de inflatieverwachtingen onder druk zijn gekomen, lijkt hiermee bewaarheid geworden. Jarenlang hadden mensen in hun hoofd dat de toekomstige inflatie net boven de 2% zou uitkomen.

Werknemers en werkgevers baseerden er hun onderhandelingen op, waardoor de lonen mooi stabiel bleven groeien.

Een blik op de favoriete maatstaf voor de inflatieverwachtingen van de ECB, namelijk de '5 year/5 year euro inflation swap', leert dat de rente op dat contract altijd comfortabel bewoog tussen grofweg 2% en 2,5%. Maar in 2013 zette plots een dalende trend in die de swap zelfs tot een dieptepunt van 1,25% duwde. De ankers van de inflatieverwachtingen waren losgeraakt, heette het. Het was dan ook die trend die de ECB begin 2015 deed besluiten om toch maar een opkoopprogramma van leningen op te tuigen. Dat programma heeft de trend echter onvoldoende kunnen keren.