



## Inflatiebestrijding, een kostbare zaak

**Auteur(s):**

Cavelaars, P.A.D.

*De auteur is werkzaam bij het Economisch Bureau van ABN Amro. Dit artikel is op persoonlijke titel geschreven.*

**Verschenen in:**

ESB, 81e jaargang, nr. 4077, pagina 858, 16 oktober 1996

**Rubriek:****Trefwoord(en):**

monetair, beleid, monetaire, economie, verenigde, staten

*Een aantal invloedrijke artikelen heeft er voor gezorgd dat er binnen de Fed meer aandacht lijkt te komen voor de kosten van inflatiebestrijding. Ook de toekomstige Europese Centrale Bank zou er goed aan doen om op kostenbewuste wijze de inflatie te bestrijden.*

### Een duale opdracht

**De formele opdracht van de Amerikaanse centrale bank (de Fed) is vervat in de Federal Reserve Act en komt erop neer dat de Fed moet streven naar een maximale werkgelegenheid en stabiele prijzen. Deze duale opdracht is niet per se strijdig. Door vrijwel alle beleidsmakers wordt tegenwoordig onderkend dat prijsstabiliteit op termijn bijdraagt aan een voorspoedige economische ontwikkeling. Sinds het einde van de jaren zeventig voert de Fed daarom een beleid waarbij de inflatiebestrijding een hoge prioriteit geniet.**

Toch leidt de duale opdracht van de Fed soms tot een dilemma. Zeker op korte termijn kunnen economische groei en werkgelegenheid gebaat zijn bij een renteverlaging, terwijl de inflatiebestrijding juist vraagt om een renteverhoging. De Fed beschikt slechts over één instrument, het rentewapen. Dit betekent dat niet steeds voor twee doelen (werkgelegenheid en inflatie) gelijktijdig optimale waarden kunnen worden bereikt<sup>1</sup>. Een renteverhoging helpt bijvoorbeeld om de inflatie terug te dringen, maar heeft op korte termijn een negatief effect op de economische groei en dus ook op de werkgelegenheid. Het omgekeerde geldt voor een renteverlaging. Er moet dus een keuze worden gemaakt.

### Twee kampen

#### *Primaat bij inflatiebestrijding*

Een aantal beleidsmakers vindt, dat de inflatiedoelstelling het primaat verdient en dat de Fed daar ook naar dient te handelen. Sommigen van hen zetten vraagtekens bij de mate waarin het rentebeleid een direct effect heeft op de economische groei en de werkgelegenheid. Dit pleit ervoor dat de Fed zich beperkt tot inflatiebestrijding. Anderen stellen dat monetair beleid weliswaar van invloed is op de reële economie, maar dat de centrale bank wordt gehinderd door een gebrek aan informatie en inzicht, waardoor een actief monetair beleid in de praktijk zinloos is. Dit pleit voor een meer trendmatig monetair beleid, gericht op het beheersen van de geldgroei.

#### *Aandacht voor werkgelegenheid*

De beleidsmakers aan de andere kant van het spectrum vinden inflatiebestrijding alleen opportuun als de conjuncturele omstandigheden dit toelaten. Ze geven de voorkeur aan een voortdurende afweging tussen de werkgelegenheids- en de inflatiedoelstelling. Sommigen van hen kennen een groter belang toe aan de ontwikkeling van de werkgelegenheid. Zij vragen daarom aandacht voor de negatieve invloed die renteverhogingen hebben op de reële economische groei en de werkgelegenheid op de korte termijn.

Anderen nemen als uitgangspunt dat fluctuaties aan de vraagzijde de meest voorkomende oorzaak van inflatie vormen. Monetair beleid gericht op conjunctuurdemping - door het remmen of stimuleren van de vraag - zal daarom vaak ook het beste beleid zijn voor het bewerkstelligen van een gematigd inflatieverloop. Dit betekent dat inflatiebestrijding minder strijdig is met het stabiliseren van de werkgelegenheid dan soms wordt aangenomen. Daarbij komt dat stabiliteit in de werkgelegenheid, evenals prijsstabiliteit, zal bijdragen aan een voorspoedige economische ontwikkeling.

### De kosten van inflatiebestrijding

Sinds kort hebben de inflatiebestrijders binnen de Fed (de 'haviken') en de gematigden (de 'duiven') nieuwe stof tot discussie. De aanleiding hiervoor zijn enkele recente artikelen door invloedrijke economen van de Brookings Institution en door stafeconomen van de Federal Board of Governors. Deze wijzen op de omvangrijke kosten die inflatiebestrijding met zich meebrengt. Ze stellen dat deze kosten wel eens hoger kunnen zijn dan de - vrij algemeen erkende - voordelen van lage inflatie. De discussie betreft zowel de hoogte van het optimale inflatieniveau als het pad waarlangs het gewenste niveau het best kan worden bereikt.

## Het optimale niveau: nul-inflatie is te laag

Er is een tweetal argumenten waarom het optimale inflatieniveau hoger is dan nul procent. Ten eerste de technische reden dat de officiële inflatie een overschatting is van de werkelijke inflatie. De door de Amerikaanse senaat benoemde commissie-Boskin schatte de opwaartse vertekening van de inflatie in de consumentenprijsindex (CPI) op 0,7 tot 2,0 procent. De commissie-Boskin noemde in haar rapport (september 1995) vijf oorzaken van een opwaartse vertekening in het inflatiecijfer: vraagverschuiving naar goedkopere producten, toename van het aantal 'discount stores', kwaliteitsverbeteringen, de komst van nieuwe producten en overweging van tijdelijk laag geprijsde producten. Fed-voorzitter Greenspan schat de vertekening op een half tot anderhalf procent. Dit betekent dat er bij een stijging van de consumentenprijsindex van pakweg 1% per jaar eigenlijk sprake is van prijsstabiliteit. In dat geval zou verdergaande inflatiebestrijding leiden tot feitelijke deflatie, mogelijk met schadelijke gevolgen voor de economie.

Ten tweede gaat het terugdringen van inflatie met kosten gepaard. Renteverhogingen hebben tijdelijk een negatieve invloed op de economische groei en de werkgelegenheid. De verlaging van de output en de kosten van werkloosheidsuitkeringen zijn te zien als de kosten van inflatiebestrijding. In een recent artikel hebben Akerlof, Dickens en Perry daar een fundamenteel punt van kritiek aan toegevoegd<sup>2</sup>. Volgens hen vinden werkgevers het moeilijk om een nominale loonsverlaging door te voeren. Bij een inflatie van nul procent zou dit inhouden dat de mogelijkheid van een reële loondaling ernstig zou worden belemmerd. Akerlof, Dickens en Perry laten zien dat de afgenomen flexibiliteit in reële lonen kan leiden tot een blijvend hoger niveau van werkloosheid. Dit zou betekenen dat de kosten van een lagere output en een hogere werkloosheidsgraad een blijvend karakter krijgen en bij zeer lage inflatie groter zijn dan de voordelen van prijsstabiliteit.

Als men accepteert dat aan het terugdringen van inflatie kosten verbonden zijn, dienen de voordelen van een lagere inflatie expliciet te worden afgewogen tegen de kosten van het terugdringen van inflatie. Daardoor kan het beter zijn om de inflatie niet volledig te reduceren tot het niveau dat op het eerste gezicht ideaal is. Vaak wordt gesteld dat prijsstabiliteit, dit is een werkelijke inflatie van nul procent, ofwel een stijging van de consumentenprijsindex van circa 1%, optimaal is. De beslissingsregel van Howitt zegt echter dat de inflatie dient te worden teruggedrongen tot het niveau waarop de marginale kosten van het terugdringen van inflatie gelijk zijn aan de marginale opbrengsten<sup>3</sup>. Het negeren van de kosten van inflatiebestrijding betekent dat impliciet wordt aangenomen dat deze kosten gelijk zijn aan nul. Het gevolg is dat de inflatie wordt gereduceerd tot het niveau waarop de marginale opbrengsten nul zijn. Als echter rekening wordt gehouden met de kosten van het anti-inflatiebeleid volgt dat gestopt wordt met inflatiebestrijding op een moment dat de marginale opbrengsten nog positief zijn, dus voordat prijsstabiliteit wordt bereikt.

## Het optimale pad: graduele inflatiebestrijding

Het is aannemelijk dat de kosten van inflatiebestrijding in sommige omstandigheden hoger liggen dan anders. Zo zal het afremmen van de economische groei tijdens een opgaande conjunctuur minder snel resulteren in negatieve werkgelegenheidseffecten, dan wanneer de economie al richting recessie beweegt.

Athanosios Orphanides en David Wilcox, twee stafeconomen van de Federal Reserve Board, hebben deze notie in een recent artikel wiskundig beschreven. Ze hebben zich daarbij gebaseerd op uitspraken van Fed-bestuurders. Het artikel van Orphanides en Wilcox suggereert dat, als rekening wordt gehouden met de variërende kosten van inflatiebestrijding, een beleid van 'opportunistische desinflatie' de voorkeur verdient. Dit houdt in dat de centrale bank gebruik maakt van de natuurlijke inflatiedaling die optreedt in een periode van economische terugval en ingrijpt om te voorkomen dat een periode van hoogconjunctuur leidt tot inflatiestijging. Op deze wijze wordt over de gehele cyclus toch enige winst geboekt bij de inflatiebestrijding. Een dergelijk beleid moet leiden tot een trapsgewijze afname van het inflatieniveau. Door gebruik te maken van de natuurlijke variatie in het inflatieniveau tijdens een conjunctuurcyclus worden de kosten van een geforceerd terugdringen van inflatie geminimaliseerd. De argumenten van Orphanides en Wilcox pleiten niet voor een weekhartiger centrale-bankbeleid, maar hebben betrekking op het pad waarlangs de inflatie het best kan worden teruggedrongen.

## Lessen voor de ECB

Een beheerste prijsontwikkeling helpt om een voorspoedige economische groei te kunnen volhouden. De onderzoekers van de Brookings Institution en de Federal Reserve Board hebben duidelijk gemaakt dat daar in sommige gevallen omvangrijke kosten tegenover staan. Daarmee wordt de afweging voor de monetaire beleidsmakers subtieler. Idealiter wordt het monetair beleid gebaseerd op een expliciete kosten-batenafweging. Dit vereist echter een kwantificering van de kosten en baten van inflatiebestrijding, die op dit moment nog ver weg ligt.

Volgens het Verdrag van Maastricht gaat de Europese Centrale Bank (ECB) zich richten op het bereiken en handhaven van prijsstabiliteit. De ECB lijkt naar voorbeeld van de Duitse Bundesbank te worden gevormd. Dit betekent dat inflatiebestrijding ook in de praktijk hoog in het vaandel zal staan. Daar komt bij dat de ECB zich in de eerste jaren van haar bestaan nog zal moeten bewijzen. De beleidsmakers van de ECB zullen daarom wellicht geneigd zijn om de opdracht van inflatiebestrijding nog stringenter te interpreteren dan de Duitse Bundesbank nu. De ECB zou er echter goed aan doen om op 'kostenbewuste' wijze de inflatie te bestrijden.

Wat betekent dit kostenbewustzijn van de ECB concreet? Uitgaande van het succesvolle monetaire beleid van de Bundesbank, lijkt de overeengekomen inflatiedoelstelling van 0-2% voor de ECB de juiste. Als het klopt dat een stijging van de consumentenprijsindex van circa 1% correspondeert met feitelijke prijsstabiliteit dient de ECB echter terughoudend te zijn met het terugdringen van de inflatie naar de onderste helft van de bandbreedte. Het inbouwen van een dergelijke veiligheidsmarge lijkt, ook met het oog op de mogelijke kosten van inflexibiliteit in de reële lonen, niet wenselijk. Een tweede punt is dat de inflatie niet per se op zo kort mogelijke termijn naar de doelstelling dient te worden gestuurd. De kosten van inflatiebestrijding variëren over de conjunctuurcyclus. Dit betekent dat de ECB gebruik kan maken van de natuurlijke variatie in het inflatieniveau, om het doel te bereiken terwijl de negatieve bijwerkingen zoveel mogelijk worden beperkt. Een en ander hoeft voor de ECB zeker niet te betekenen dat ze een minder geloofwaardig beleid voert, mits de argumentatie duidelijk naar de financiële markten wordt gecommuniceerd

**1** Strikt genomen beschikt de Fed over meerdere instrumenten: het disconto, de geldhoeveelheid en het kasreserve -instrument. Deze beïnvloeden de economie echter alle via de rentestand.

**2** G.A. Akerlof, W.T. Dickens and G.L. Perry, The macroeconomics of low inflation, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1996-1.

**3** Zie D.L. Thornton, The costs and benefits of price stability: an assessment of Howitt's rule, *Review of the Federal Reserve Bank of St. Louis*, maart/april 1996.