Stagflatie

Beschrijving

Het collectieve geheugen van beleggers is korter dan het lijkt. Telkens wanneer de olieprijs stijgt, verschijnen de jaren zeventig als waarschuwend schimmenspel op het netvlies: rijen bij benzinepompen, prijsspiralen, centrale banken die de greep op de inflatie kwijtraken. De olieschok veroorzaakte de stagflatie, luidt de overgeleverde les. Het is een aantrekkelijk verhaal. Het is ook grotendeels onjuist. De stagflatie van de jaren zeventig had diepere en structurelere wortels dan een paar olievaten die politiek werden ingezet. De echte oorzaken lagen in een combinatie van monetaire roekeloosheid, institutionele rigiditeit en een economische architectuur die fundamenteel verschilt van die van vandaag. Wie dat onderscheid niet maakt, trekt verkeerde conclusies over de huidige situatie.

Fed-voorzitter Jerome Powell bracht dat onderscheid afgelopen week zelf onder woorden. Na afloop van de vergadering van het Federal Open Market Committee, waarin de rente ongewijzigd werd gelaten, zei Powell dat de huidige situatie, ook met de energieprijsschok als gevolg van het conflict met Iran, ver verwijderd is van de stagflatie van de jaren zeventig. â??Ik zou de term stagflatie bewaren voor een veel ernstiger stel omstandigheden. Dat is niet de situatie waarin wij ons bevinden,â?• aldus Powell. De inflatie bevindt zich slechts Ã©Ã©n procentpunt boven de Fed-doelstelling van twee procent, de werkloosheid is laag. Er bestaat spanning tussen de beleidsdoelstellingen, erkende Powell, maar hij weigerde die te vergelijken met wat de Amerikaanse economie in de jaren zeventig doormaakte. â??Het is een zeer moeilijke situatie, maar het lijkt in niets op wat zij toen doormakten.â?• Dat oordeel van de man die vandaag de leiding heeft over dezelfde instelling die destijds zo tekortschoot, verdient een gedetailleerde onderbouwing.

Monetair beleid

Het begint bij het monetaire beleid. In de jaren zestig had de Amerikaanse Federal Reserve onder druk van de regering-Johnson een periode van structureel te ruim beleid gevoerd om de kosten van de Vietnamoorlog en het Great Society-programma te financieren. Tegen het begin van de jaren zeventig was de inflatie al aan het oplopen voordat de OPEC in 1973 de kraan dichtdraaide. Richard Nixon had bovendien in 1971 de dollar losgekoppeld van goud, waarmee het anker van het naoorlogse monetaire

systeem werd opgeheven. De geldgroei versnelde, de verwachtingen ontspoorden en de centrale banken lieten dat toe. Fed-voorzitter Arthur Burns geloofde dat de inflatie extern van aard was en dat renteverhogingen de economie onnodig zouden beschadigen. De olie gaf de inflatie een extra duw, maar het hout lag al lang te smeulen.

Vakbonden

Daarboven op kwamen de arbeidsmarktinstituten. In de jaren zeventig waren vakbonden in de Verenigde Staten, maar nog meer in Europa, machtig genoeg om automatische loonindexering af te dwingen. Stegen de prijzen, dan stegen de lonen mee, wat de prijzen opnieuw omhoog joeg. Die loon-prijsspiraal was niet een bijwerking van de oliecrisis maar een eigenschap van de institutionele structuur van de economie. De tweede olieschok van 1979, na de Iraanse revolutie, trof dezelfde kwetsbare architectuur en produceerde opnieuw stagflatie. Pas nadat Paul Volcker de rente tot dubbele cijfers opvoerde en de vakbondsmacht structureel werd gebroken, symbolisch bekrachtigd door Reagans ontslag van de stakende luchtverkeersleiders in 1981, werd de inflatoire spiraal doorbroken.

Industrie

Er was ook een aanbodzijde die fundamenteel anders was ingericht. De westerse economieÃ«n waren in de jaren zeventig nog zwaar afhankelijk van energie-intensieve industrie. Staalproductie, chemie, zware maakindustrie: het waren de ruggengraat van de economie en zij verbruikten energie op een schaal die nu nauwelijks meer voorstelbaar is. Het olieverbruik per eenheid reÃ«el bbp is vandaag meer dan zestig procent lager dan in die periode. De dienstensector, die in de jaren zeventig nog een secundaire rol speelde, domineert inmiddels de Amerikaanse economie met een aandeel van meer dan tachtig procent in het bbp. Diensten zijn niet alleen minder energie-intensief, zij reageren ook anders op prijsschokken: een advocaat of een softwareontwikkelaar draait zijn productiviteit niet terug omdat de benzineprijs stijgt. De transmissie van een olieprijs naar de bredere economie verloopt daarmee langs een veel smallere weg dan vijftig jaar geleden het geval was. Daar komt bij dat de energiemix zelf ingrijpend is veranderd. In 1973 was olie nagenoeg de enige brandstof van betekenis voor industrie en transport. Vandaag concurreren olie, gas, kernenergie, en in toenemende mate zon en wind met elkaar. De schokdemper die diversificatie biedt, bestond in de jaren zeventig simpelweg niet.

Contrast jaren zeventig

Het contrast met vandaag is op vrijwel elk van deze dimensies groot. De centrale banken hebben de afgelopen decennia institutionele geloofwaardigheid opgebouwd die in de jaren zeventig volledig ontbrak. Inflatieverwachtingen zijn verankerd, niet omdat toezichthouders dat zeggen, maar omdat obligatiemarkten dat bevestigen. De vijfjaars break-evens, de impliciete inflatieverwachting die de markt inprijst, bewegen nauwelijks ondanks de recente energieprijsstijgingen. Dat is een structureel ander signaal dan wat de obligatiemarkten in de jaren zeventig uitzonden, toen rentes en inflatieverwachtingen hand in hand omhooggingen en de Fed weinig geloofwaardigheid had om dat te keren. Powell benadrukte die verankering als kern van zijn oordeel: de markt gelooft dat de Fed ingrijpt als dat nodig is, en dat geloof zelf is het schild dat een energieschok weerhoudt om een inflatoire

spiraal te worden. Arthur Burns had dat schild niet. Hij twijfelde, aarzelde en paste zijn analyse aan de politieke wensen van het Witte Huis aan. Dat is het wezenlijke verschil, niet de hoogte van de olieprijs op zichzelf. De loonindexering die de spiraal van destijds voedde, bestaat in de meeste westerse economieÃ«n niet meer in geÃ¯nstitutionaliseerde vorm. Vakbonden hebben een fractie van de macht die zij vijftig jaar geleden bezaten. De arbeidsmarkt is flexibeler, de dienstensector dominanter en de energiemix diverser.

Een dimensie die in de gebruikelijke vergelijkingen onderbelicht blijft, is de begrotingspolitieke context. De Amerikaanse overheid voerde in de jaren zeventig een procyclisch begrotingsbeleid waarbij de monetaire stimulus en de fiscale stimulus elkaar wederzijds versterkten. Vandaag is de situatie genuanceerder. Het begrotingstekort is weliswaar aanzienlijk, structureel boven de vijf procent van het bbp, maar het is niet het gevolg van bewuste stimulering tijdens een oververhitte economie, zoals tijdens de Johnson-jaren het geval was. De inflatoire impuls van het begrotingsbeleid is reÃ«el maar verschilt van aard. Bovendien opereert de Fed vandaag met een expliciete inflatiedoelstelling van twee procent die in de jaren zeventig niet bestond. Die doelstelling is niet slechts een getal; zij is een coÃ¶rdinatiemechanisme dat de verwachtingen van huishoudens, bedrijven en financiÃ«le markten op elkaar afstemt. Burns had geen dergelijk ankerpunt om zijn beleid aan op te hangen. Powell heeft het, en de markten houden hem eraan.

Wat dan overblijft van het risico? Een aanhoudend hoge olieprijs werkt als een belastingverhoging voor consumenten en remt de bestedingen. Dat is reÃ«el. Maar het verschil tussen een tijdelijke vraagafzwakking en een zichzelf versterkende inflatoire spiraal is precies het verschil dat in de jaren zeventig werd onderschat. Een economie met verankerde verwachtingen, flexibele arbeidsmarkten en een centrale bank die haar geloofwaardigheid zou verliezen als zij de rente niet verhoogt bij aanhoudende inflatie, reageert categorisch anders op een energieschok dan de economie van 1973.

Powell voegde er in zijn persconferentie iets karakteristieks aan toe: misschien reserveer ik het woord alleen voor die periode. Dat is bescheidenheid als retorische figuur, maar de strekking is serieus. Hij reserveert het woord stagflatie voor een specifieke historische configuratie, een die gekenmerkt wordt door een combinatie van onverankerde verwachtingen, institutionele loonrigiditeit en een centrale bank die haar eigen geloofwaardigheid heeft verspeeld. Die configuratie bestaat niet meer tegenwoordig. Wat bestaat is spanning: een arbeidsmarkt die krap is terwijl de energieprijzen oplopen, een Fed die de rente niet kan verlagen zonder het risico te nemen dat de inflatie hernieuw aanwakkert, en een beleidsruimte die beperkter is dan vÃ³Ã³r de pandemie. Dat is een moeilijke situatie. Maar moeilijk is niet hetzelfde als stagflatoir. De jaren zeventig zijn herkenbaar genoeg om als sjabloon te dienen, maar de structurele context is zo fundamenteel veranderd dat het sjabloon niet past. Beleggers die de huidige olieprijs door de bril van 1973 bekijken, lopen het risico de echte risicoâ??s van dit moment te missen doordat zij te druk zijn met het bestrijden van de spoken van het vorige. Powell heeft gelijk dat het woord niet past. Maar de les van zijn redenering reikt verder dan semantiek: het zijn de instituties, niet de prijzen, die bepalen of een schok een crisis wordt.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer

Abonneer op deze nieuwsbrief via
www.aureus.eu/nieuwsbrief