

2009-09-17

PERSCOMMUNIQUÉ

Deflatie, een demon uit een ver verleden of een reëel gevaar anno 2009?

(Artikel gepubliceerd in het Economisch Tijdschrift, september 2009)

Tijdens de zomer van 2009 lieten België en het eurogebied, net als vele andere geïndustrialiseerde landen, een negatieve inflatie optekenen. Hoewel dat een rechtstreeks gevolg was van scherp dalende grondstoffenprijzen in de tweede helft van 2008, rees de vraag af of dat het begin zou worden van een deflatoire spiraal. Er werden vergelijkingen gemaakt met de Grote Depressie van de jaren dertig, die ook gekenmerkt werd door het barsten van een zeepbel op de aandelen- en vastgoedmarkten en een ontwricht banksysteem.

Dit artikel legt uit onder welke voorwaarden deflatie dramatische gevolgen kan hebben voor de economie, meet de huidige deflatoire risico's en bespreekt de beleidskeuzes in een deflatoire omgeving.

In de voorbije eeuwen was deflatie - in de ruime zin gedefinieerd als een daling van het algemeen prijspeil - een vaak voorkomend verschijnsel en ging niet altijd gepaard met economische tegenspoed. Wanneer deflatie enger gedefinieerd wordt als een aanhoudende daling van het algemeen prijspeil die voortvloeit uit een negatieve vraagschok en bovendien doet vrezen voor verdere prijsdalingen, is zij evenwel geen onschuldig fenomeen. De economie wordt dan immers geconfronteerd met een aantal nominale rigiditeiten die een heuse deflatoire spiraal op gang kunnen brengen. Een van soortgelijke rigiditeiten is de ondergrens van de nominale rente op nul die het vermogen van de centrale bank om de economie te stimuleren kan beperken, daar de rente niet verder kan worden verlaagd. Ten tweede neemt de reële last van de uitstaande schuld toe, wanneer de prijzen dalen, wat leidt tot een vermogensherverdeling naar kredietgevers die doorgaans een geringere consumptieneiging vertonen dan kredietnemers. Ten derde blijkt het moeilijk te zijn de nominale lonen te laten dalen, waardoor de reële lonen onvoldoende worden aangepast aan de verslechterde economische situatie, wat leidt tot meer werkloosheid en een verdere achteruitgang van de economische activiteit.

Vandaag lijkt het deflatierisico in het eurogebied - en in België - beperkt te zijn. De in de zomer van 2009 opgetekende negatieve inflatie is enkel toe te schrijven aan dalende prijzen voor energie en voedingsmiddelen en wijst niet op ruim gespreide prijsdalingen. Ook blijven de inflatieverwachtingen goed verankerd, zelfs al wordt verwacht dat de inflatie slechts vrij gradueel zal terugkeren naar niveaus die in overeenstemming zijn met prijsstabiliteit. Dat blijkt uit de prognoses van professionele voorspellers en internationale instellingen, op marktinformatie berustende maatstaven van inflatieverwachtingen en de door de diensten van het Eurosysteem opgestelde macro-economische projecties. In een breder kader bezien, wijst de volgens de methodologie van het IMF berekende deflation vulnerability indicator, die bestaat uit een ruime waaier van macro-economische indicatoren, niettemin op een toegenomen ex ante gevaar voor deflatie in alle geïndustrialiseerde landen. De tijdige en correcte inschatting van dit verhoogde risico heeft de beleidsmakers er evenwel toe aangezet een sterk expansief beleid te voeren. De maatregelen ter ondersteuning van de banken, de herstelplannen van de verschillende regeringen en de forse renteverlagingen aangevuld met de niet-conventionele maatregelen van de centrale banken wereldwijd hebben ervoor gezorgd dat het ex post deflatierisico significant is verkleind. Een dergelijke resolute beleidsreactie staat in scherp contrast met wat ten tijde van de Grote depressie werd waargenomen.

Wat de beleidsopties betreft, dient in de eerste plaats aangestipt te worden dat een kwantitatieve definitie luidens welke prijsstabiliteit bepaald wordt als een lage, maar strikt positieve inflatie - in het geval van het Eurosysteem wordt bijvoorbeeld gestreefd naar een inflatie van minder dan, maar dicht bij 2 pct. op de middellange termijn - helpt te voorkomen dat de economie in een deflatoire spiraal verzeild geraakt. Bovendien beschikt het monetaire beleid, indien het niettemin geconfronteerd wordt met een deflatoire bedreiging, over een aantal instrumenten om de deflatoire risico's in te dijken. Ten eerste kan de nominale beleidsrente proactief - d.i. is krachtiger dan onder normale omstandigheden - worden verlaagd, tot de ondergrens is bereikt. Indien een verdere stimulans aangewezen is, kunnen de centrale banken een onconventioneel monetair beleid voeren, zoals ze de voorbije maanden hebben gedaan. Die politiek kan bestaan in het verschaffen van ruime liquiditeit, kwantitatieve verruiming, kredietversoepeling, bekendmaking dat de beleidsrente voor een geruime tijd bijzonder laag zal blijven, interventies in de wisselmarkt of het wijzigen van de definitie van prijsstabiliteit door over te stappen naar een doelstelling voor het prijspeil in plaats van een doelstelling voor de jaarlijkse inflatie. Ook het begrotingsbeleid kan ertoe bijdragen om de deflatoire risico's in te perken, in de eerste plaats door de solvabiliteitsproblemen van de banken aan te pakken, indien die de financiële stabiliteit bedreigen. Tegelijkertijd moet voor ogen worden gehouden dat een expansief begrotingsbeleid enkel stimulerende effecten kan genereren, wanneer de houdbaarheid van de overheidsfinanciën op de lange termijn intact blijft.

Ten slotte moet worden benadrukt dat de beleidsmakers in zogenoemde real time moeten beslissen over passende maatregelen om de deflatoire risico's aan te pakken - d.w.z. op basis van de op dat ogenblik beschikbare informatie - waardoor het advies "voorkomen is beter dan genezen" des te complexer wordt. Met het oog op de toekomst moeten de beleidsmakers dan ook het risico van een te vroeg terugschroeven van de macro-economische impulsen en bijgevolg het heropduiken van deflatoire risico's zorgvuldig afwegen tegen het risico van een te late normalisering die dan aanleiding zou geven tot een inflatieopstoot of tot het ontstaan van een nieuwe zeepbel.