

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

Stefaan Ide  
Jef Boeckx  
David Cornille

## Inleiding

In dit artikel wordt nagegaan in welke mate het ontstaan van deflatie momenteel een reëel gevaar inhoudt voor het eurogebied en, daarop voortbouwend, wat de beleidsimplicaties zijn van de gemaakte analyse. Toen vanaf september 2008 duidelijk werd dat de verscherping van de financiële crisis een belangrijke impact zou hebben op de reële economie, rees immers zowel in beleidsmilieus als bij een ruimer publiek steeds meer de vraag of de economie van het eurogebied, maar ook die van andere industrielanden, op deflatie afstevende. Daarbij werden herhaaldelijk parallellen getrokken tussen de huidige crisis en de Grote Depressie van de jaren dertig. Tijdens de zomermaanden van 2009 werd in verschillende landen bovendien een negatieve inflatie opgetekend.

Dit artikel is als volgt opgebouwd. In het eerste deel wordt opgemerkt dat deflatie in de economische geschiedenis geen onbekend fenomeen is, althans niet als ze in ruime zin wordt gedefinieerd, met andere woorden als het louter vaststellen van negatieve inflatie of, wat op hetzelfde neerkomt, een daling van het algemene prijspeil. Tevens wordt aangestipt dat het belangrijk is een onderscheid te maken tussen de deflatoire periodes op basis van zowel de onderliggende schok die de deflatie tot stand bracht als het verloop van de economische activiteit gedurende de verschillende deflatoire periodes. In feite wordt aldus de ruime definitie van deflatie, die initieel het uitgangspunt was, bijgesteld om te komen tot verschillende soorten van deflatie, namelijk goedaardige deflatie, enerzijds, en verschillende gradaties van kwaadaardige deflatie, anderzijds. Aangezien het

begrip deflatie vaak een negatieve connotatie heeft, blijkt dat in de praktijk de goedaardige vormen van deflatie doorgaans buiten beschouwing worden gelaten. Het zijn immers precies de kwaadaardige vormen van deflatie die een zware uitdaging vormen voor het beleid. Zij worden meer gedetailleerd besproken in het tweede deel van dit artikel. Er wordt meer bepaald aangetoond waarom zij niet kunnen worden beschouwd als zomaar inflatie met een negatief teken. Inderdaad, kwaadaardige deflatie blijkt specifieke economische mechanismen op gang te brengen die kunnen leiden tot een neerwaartse spiraal, zowel voor het prijspeil als voor de economische activiteit. Deze mechanismen zijn voornamelijk terug te voeren op het bestaan van een of andere vorm van neerwaartse nominale rigiditeit. In het derde deel wordt het risico op kwaadaardige deflatie geëvalueerd in de huidige Europese context. Om te beginnen, wordt het recente inflatieverloop geanalyseerd, vervolgens wordt stilgestaan bij de inflatieverwachtingen – zij zijn immers een belangrijke factor bij het ontstaan van een deflatoire spiraal – en wordt, in navolging van de analyses van het IMF, niet enkel het prijsverloop zelf maar ook een ruimere waaier van indicatoren onder de loep genomen. In het vierde deel worden de beleidsopties in een deflatoire omgeving besproken. Het vijfde deel bevat de conclusies.

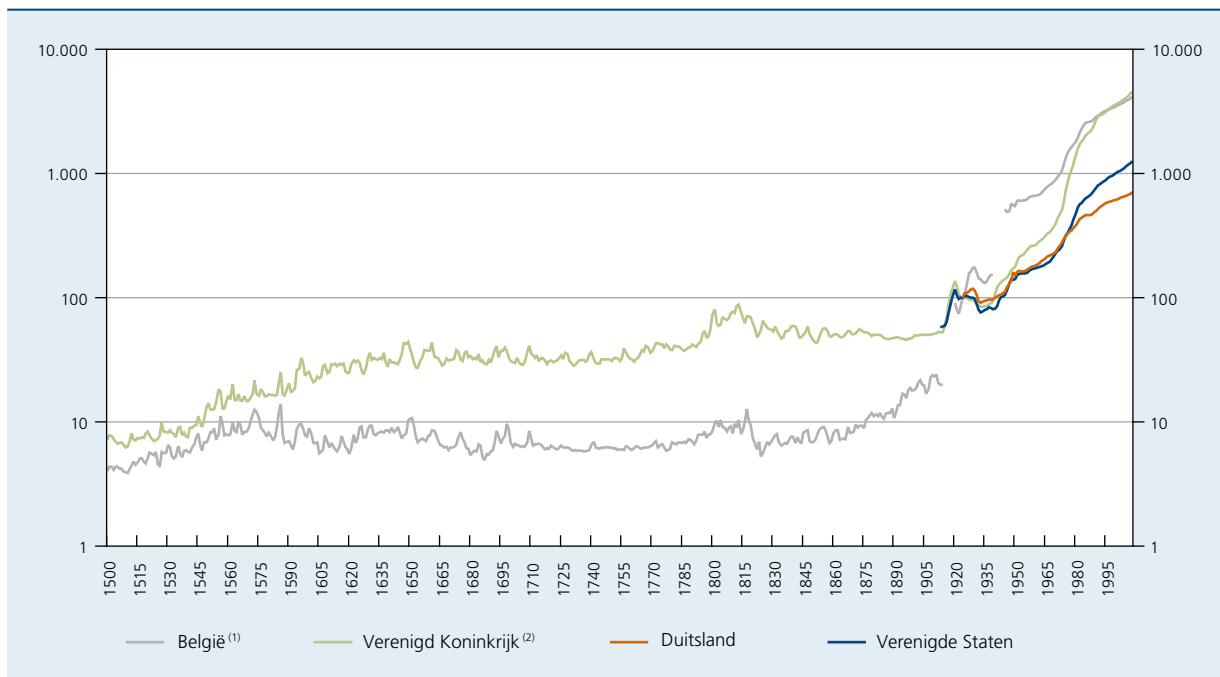
## 1. Deflatie, een oude bekende

In de periode sedert de jaren zeventig waarin inflatie een belangrijke destabiliserende factor voor de economie was en het monetaire beleid gericht werd op het beheersen van oplopende inflatie en inflatieverwachtingen,

GRAFIEK 1

PRIJSPEIL DOOR DE EEUWEN HEEN

(indexcijfers 1924 = 100, logaritmische schaal)



Bronnen : Bureau of Labor Statistics, International Institute of Social History, Office of National Statistics, Statistisches Bundesamt, NBB.

(1) Tot en met 1912 betreft het een consumptieprijsindex voor de stad Antwerpen. Tijdens de twee wereldoorlogen werd geen indexcijfer opgesteld.

(2) Tot en met 1801 betreft het een consumptieprijsindex voor de stad Londen.

kreeg het onderwerp deflatie slechts sporadisch aandacht. De economische geschiedenis sinds de middeleeuwen leert evenwel dat deflatie een vrij frequent voorkomend fenomeen is geweest, althans wanneer ze, zoals in de inleiding reeds is aangestipt, in ruime zin wordt gedefinieerd, namelijk als het louter vaststellen van dalingen van het algemene prijspeil (negatieve inflatie). Een en ander kan niet worden losgekoppeld van het heersende monetaire-beleidsstelsel. De beperkingen die werden opgelegd door monetaire-beleidsstelsels die gekoppeld waren aan de goud- en zilvevoorraden – zoals dat expliciet het geval was tijdens de goudstandaard – droegen immers in sterke mate bij tot de hoge frequentie van prijsdalingen. Soms nam de geldvraag immers krachtig toe, bijvoorbeeld vanwege technologische veranderingen of bevolkingsgroei, terwijl de geldhoeveelheid grotendeels vast was. Omgekeerd, sorteerde de ontdekking van nieuwe goud- en zilverreserves een opwaarts effect op de prijzen. De goudstandaard werd aan het begin van de 20<sup>e</sup> eeuw door steeds meer landen opgeheven, zodat de prijzen er, vergeleken met de vorige eeuwen, een forse stijging lieten optekenen. Na de jaren zeventig werd het monetaire beleid gericht op het handhaven van lage en stabiele inflatie, wat – op wereldschaal – na 1990 opnieuw leidde tot een groter aantal periodes van negatieve inflatie (Bordo en Filardo, 2005).

Vermeldenswaard is evenwel dat dalende prijzen in het verleden niet steevast gepaard gingen met een economische recessie. Vaak werd in periodes van sterke productiviteitsgebonden groei een dalend prijsniveau opgetekend, terwijl meestal – en zeker in het licht van de huidige wereldwijde scherpe recessie – de link wordt gelegd met ongunstige deflatoire periodes zoals de Grote Depressie van de jaren dertig of met de stagnatie in Japan tijdens de jaren 1990 en 2000. Vanwege die verscheidenheid catalogueerden Borio en Filardo (2004) de deflatoire periodes als « *the good, the bad and the ugly* ». Deflatie is immers geen op zichzelf staand fenomeen en is meestal, zometertijd, een symptoom van een onderliggende economische schok. Precies op basis van die onderliggende economische schokken (en de weerslag ervan op de economische activiteit<sup>(1)</sup>) kan een onderscheid worden gemaakt tussen de verschillende types van deflatoire periodes. Zo kan deflatie zich in principe zowel voordoen bij een positieve aanbodschok als bij een negatieve vraagschok.

(1) Het verloop van de economische activiteit maakt in feite deel uit van de schokidentificatie. Zo worden aanbodschokken doorgaans geïdentificeerd als schokken met een tegengesteld effect op de prijzen en de economische activiteit, terwijl vraagschokken meestal worden geïdentificeerd als schokken die de prijzen en de economische activiteit in dezelfde richting beïnvloeden.

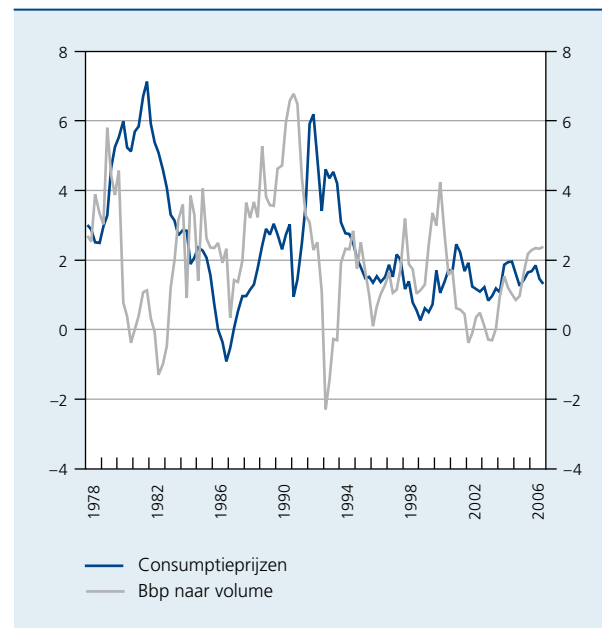
In het eerste geval spreken Borio en Filardo van «*good deflation*». Zij doet zich voor als, enerzijds, (een reeks) positieve aanbodschokken het economische potentieel omhoogduwen en, anderzijds, de nominale vraag zich niet of slechts in beperkte mate aanpast. Dit laatste is het geval wanneer de geldhoeveelheid de expansie van het groeipotentieel niet volgt, een situatie die frequent voorkwam in periodes waarin de goudstandaard van kracht was en de (wereldwijde) geldhoeveelheid dus grotendeels constant bleef. Het label «*good deflation*» verwijst enkel naar het goedaardige karakter van de deflatie en meer bepaald naar het feit dat de bewuste deflatoire periodes niet gepaard gingen met een teruggang van de economische activiteit of, integendeel, zelfs een krachtige economische expansie lieten optekenen, wat op zijn beurt terug te voeren is op de gunstige aard van de onderliggende economische schok en derhalve niet normatief mag worden geïnterpreteerd. Het bewijst dus niet noodzakelijkerwijze dat tijdens de bewuste periodes een optimaal beleid werd geïmplementeerd. Zo zou inderdaad kunnen worden aangevoerd dat het niet accommoderen van de gunstige ontwikkelingen aan de aanbodzijde van de economie, tijdelijk de vraag en dus de effectieve reële groei kan hebben afgeremd en gedurende die overgangperiode aanleiding heeft gegeven tot een negatieve output gap. Daarbij zij wel aangestipt dat dit theoretische argument voor het verdere verleden wellicht minder relevant is dan vandaag, omdat de economieën destijds minder gekenmerkt werden door prijs- en loonrigiditeiten, waardoor het ten uitvoer gelegde monetaire beleid in principe minder reële effecten sorteerde.

Een voorbeeld van een dergelijke «*good deflation*» zijn de zogeheten «*roaring twenties*» waarin het naoorlogse herstel en de verspreiding van nieuwe technologieën zoals auto's, telefonie en radio's bijdroegen tot een krachtige reële economische groei (White, 1990). Tevens herleefde de internationale handel en werd ook een herstel van het internationale kapitaalverkeer opgetekend nadat de belangrijkste wisselkoersen werden gestabiliseerd en de goudstandaard in 1925 werd heringevoerd. Een ander voorbeeld van «*good deflation*» is de omgekeerde olieschok van 1986, die in het geval van Duitsland leidde tot een korte periode van negatieve inflatie zonder duidelijk merkbare ongunstige gevolgen voor de economische activiteit. Dat de omgekeerde olieschok in 1986 in Duitsland wél en in de meeste andere industrielanden niet tot negatieve inflatie leidde, had uiteraard te maken met het feit dat de inflatie in Duitsland, door het sterk op prijsstabiliteit gerichte monetaire beleid, structureel lager lag. Dit illustreert, zoals reeds vermeld, dat het van kracht zijnde monetaire-beleidsstelsel een impact heeft op de waarschijnlijkheid dat deflatoire periodes kunnen (zullen) optreden.

In dit verband zij ook verwezen naar de recente opkomst van China en andere nieuwe industrielanden als een belangrijke positieve en bovendien persistente aanbodschock. Onder de goudstandaard zou een dergelijke schok wellicht geleid hebben tot «*good deflation*», maar omdat het monetaire beleid in de meeste industrielanden vandaag de dag gericht is op het stabiliseren van de inflatie op een laag, doch strikt positief niveau, werd deze positieve aanbodschock grotendeels geaccommodeerd, zodat *ex post* geen deflatie werd vastgesteld. Dit voorbeeld toont dus nogmaals aan dat het optreden van deflatie afhankelijk is van het van kracht zijnde monetaire-beleidsstelsel. Een en ander impliceert ook dat het onder de huidige monetaire-beleidsstelsels weinig waarschijnlijk is dat een langdurige goedaardige deflatie ontstaat. Terwijl de goudstandaard, zoals hoger vermeld, het risico inhield dat het monetaire beleid bij positieve aanbodschokken onvoldoende accommoderend werkte, zou – achteraf beschouwd – kunnen worden gesteld dat tijdens de meer recente periode té eenzijdig gefocust werd op het stabiliseren van de inflatie – bijvoorbeeld omdat te veel belang werd gehecht aan de weerslag van zogeheten eerste-ronde-effecten op de inflatie die het gevolg waren van de goedkopere invoer uit lage-kostenlanden –, zodat het monetaire beleid wereldwijd wellicht té accommoderend is geweest en zodoende bijgedragen heeft tot de recente *boom-bust cycle*.

**GRAFIEK 2** CONSUMPTIEPRIJZEN EN BBP NAAR VOLUME IN DUITSLAND

(veranderingspercentages t.o.v. de overeenstemmende periode van het voorgaande jaar)



Bron : Thomson Reuters Datastream.

«*Bad deflation*», van haar kant, resulteert uit een negatieve vraagschok waarbij de activiteitskrimp, door zijn omvang en/of persistentie, een dermate neerwaartse druk uitoefent op de prijzen dat hij een daling van het algemene prijspeil teweegbrengt. Wanneer die neerwaartse prijsdruk leidt tot een heuse deflatoire spiraal, spreken we van «*ugly deflation*». Door het ontstaan van een dergelijke neerwaartse spiraal – de mechanismen die haar tot stand brengen worden verderop besproken – zijn de effecten op het prijspeil en op de economische activiteit veel dramatischer. In Kader 1 wordt de Japanse stagnatie tijdens de jaren 1990 en 2000 besproken – een voorbeeld van «*bad deflation*» – en de Grote Depressie in de Verenigde Staten – een voorbeeld van «*ugly deflation*».

Er wordt tevens nagegaan in welke mate de huidige situatie gelijkenissen met die periodes vertoont. Ook toen speelden een gebarsten zeepbel op de aandelen- en vastgoedmarkten en een ontwricht banksysteem immers een belangrijke rol. Zowel in Japan als tijdens de Grote Depressie hebben evenwel ook de beleidsreacties een voorname rol gespeeld (volgens sommige waarnemers zelfs de voornaamste rol). Anders dan tijdens die periodes, valt in de huidige recessie de kordate beleidsreactie op, wat het risico op het effectief ontstaan van een kwaadaardige deflatie uiteraard aanzienlijk verkleint, ook al is de initiële vraaguitval zo groot dat hij in principe een niet onaanzienlijk *ex ante* risico op kwaadaardige deflatie impliceert.

## Kader 1 – De huidige crisis vergeleken met de Grote Depressie en de Japanse stagnatie tijdens de jaren 1990 en 2000

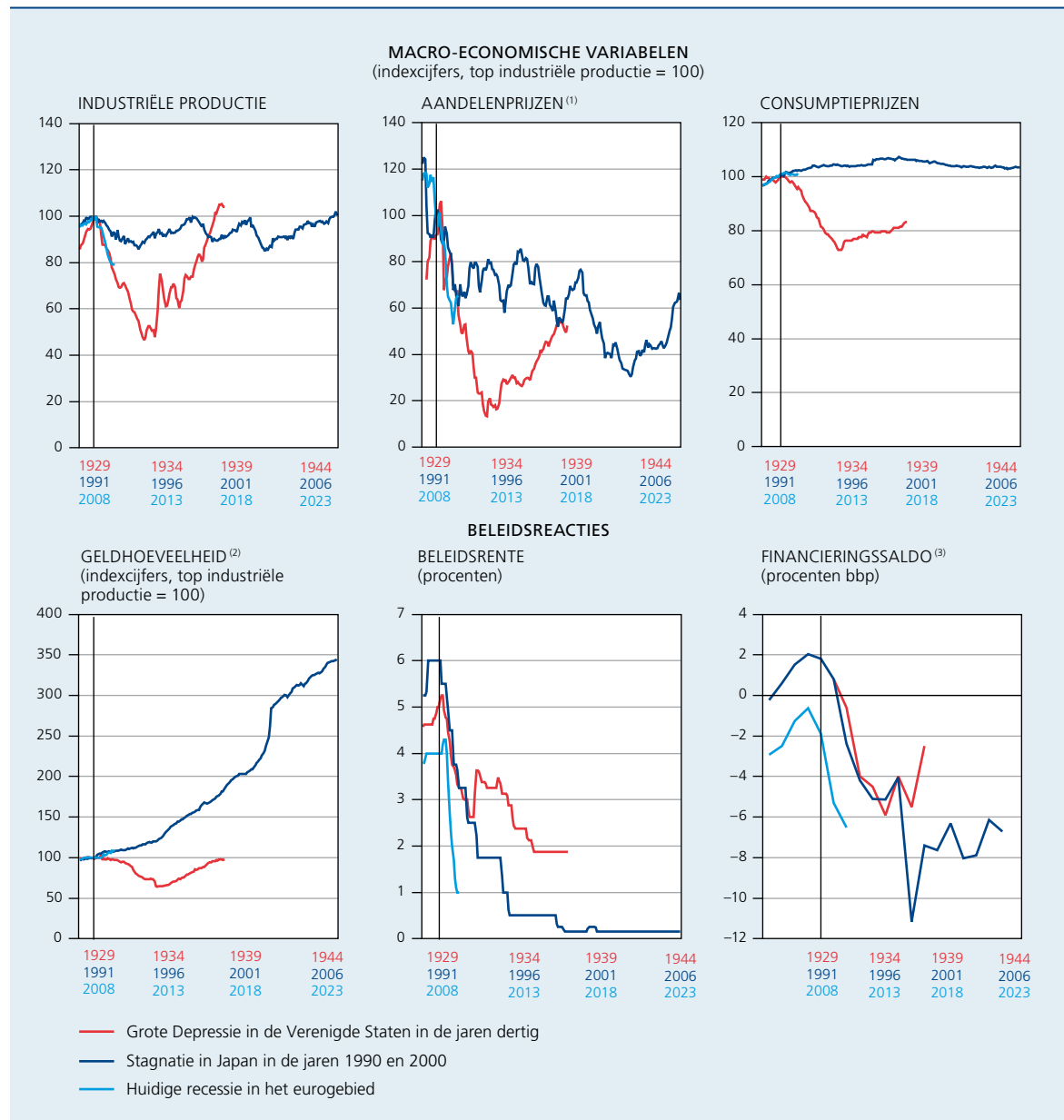
In de jaren negentig stagneerde de Japanse economische activiteit over een langere periode, terwijl het prijspeil er persistent, hoewel slechts in beperkte mate, daalde. Omdat tijdens die periode evenwel geen deflatoire spiraal ontstond, wordt de Japanse episode omschreven als een «*bad deflation*», terwijl de Grote Depressie van de jaren dertig een «*ugly deflation*» kan worden genoemd. De economische activiteit vertoonde in de Verenigde Staten van de vroege jaren dertig immers een forse neergang, wat contrasteert met de Japanse stagnatie van de jaren 1990 en 2000, en het Amerikaanse prijspeil daalde in vier jaar tijd met meer dan 25 pct.

Er zijn verschillende hypothesen geformuleerd ter verklaring van zowel de Japanse stagnatie van de jaren 1990 en 2000 als de Grote Depressie en dat debat is tot op vandaag niet afgerond. In beide gevallen hebben het barsten van een zeepbel op de aandelen- en vastgoedmarkten en een ontwricht banksysteem een belangrijke rol gespeeld. Die twee factoren zijn ook vandaag aanwezig en daardoor rijst, naast de intensiteit van de huidige recessie en de forse daling van de inflatie, uiteraard de vraag of we ook nu afstevienen op een kwaadaardige deflatie. Er zij wel aangestipt dat de diepte van de huidige recessie overschat wordt doordat – bij gebrek aan bbp-gegevens voor de periode van de Grote Depressie – in de grafiek enkel de achteruitgang van de industriële productie wordt beschouwd. Vandaag vertegenwoordigen de diensten, die een minder uitgesproken cyclisch patroon vertonen, immers een duidelijk ruimer aandeel in de toegevoegde waarde en de werkgelegenheid dan in het verleden het geval was.

Zowel tijdens de Japanse stagnatie van de jaren 1990 en 2000 als tijdens de Grote Depressie hebben de beleidsreacties volgens vele onderzoekers een belangrijke rol gespeeld. In Japan lijkt de belangrijkste onderliggende oorzaak van de aanhoudende economische zwakte niet zozeer het deflatoire proces zelf te zijn. Hoewel dat proces weliswaar ook een rol heeft gespeeld, worden de problemen in de banksector, die zeer lang hebben aangesleept en niet resoluut werden aangepakt, genoemd als belangrijkste oorzaak van de jarenlange stagnatie. De Japanse overheid ondernam in de loop van de jaren negentig immers slechts stapsgewijs pogingen om de financiële sector te stabiliseren, in eerste instantie in de vorm van eerder bescheiden programma's om activa van banken op te kopen die achteraf te kleinschalig en weinig samenhangend bleken. Daarom zette de overheid in 1998 ook programma's op om ongezonde Japanse banken te herkapitaliseren en kocht de Japanse centrale bank tussen 2002 en 2004, uit financiële-stabiliteitsoverwegingen, aandelen over van commerciële banken.

Een en ander lijkt er overigens op te wijzen dat het ten uitvoer gelegde monetaire en budgettaire beleid, ondanks zekere aarzelingen, tijdens de Japanse stagnatie van de jaren 1990 en 2000 stabiliserende factoren zijn geweest. De (beperkte) prijsdalingen hebben in Japan immers niet geleid tot een uitstelgedrag in afwachting van sterkere

DE HUIDIGE RECESSIE VANUIT EEN HISTORISCH PERSPECTIEF



Bronnen : Thomson Reuters Datastream, NBER Macrohistory database, Federal Reserve Bank of St. Louis, Yahoo Finance, OESO, EC.

(1) Voor de Verenigde Staten betreft het de Dow Jones Industrial Average, voor Japan de Nikkei 225 en voor het eurogebied de Eurostoxx 50.

(2) Gemeten als M1.

(3) Financieringssaldo van de overheid. Voor 2009 en 2010 betreft het voorspellingen van de EC.

toekomstige prijsdalingen (White, 2006). De Japanse rente werd vanaf 1991 stapsgewijs verlaagd en vanaf februari 1999 werd een nulrentebeleid gevoerd. In augustus 2000 trok de Japanse centrale bank haar rentetarieven echter opnieuw op, een beslissing die ze snel terug diende te schroeven. In maart 2001 werd opnieuw het nulrentebeleid ingevoerd, ditmaal in de vorm van een beleid van kwantitatieve verruiming dat erop gericht was het bankwezen van zeer ruime reserves te voorzien zodat de daggeldrente tot nul zakte. De kwantitatieve verruiming had een

uitgesproken effect op de enge geldhoeveelheid die na 2001 fors toenam. In maart 2006 werd het beleid van kwantitatieve verruiming stopgezet en in juli 2006 werd de rente opnieuw verhoogd tot 0,25 pct. Ook het Japanse budgettaire beleid werd snel stimulerend: na de recessie van 1997 liep het financieringssaldo zelfs op tot meer dan 11 pct. bbp. Ook de conjunctuurgezuiverde cijfers wijzen op een expansief beleid dat de Japanse overheidsschuld heeft doen exploderen, tot 180 pct. bbp in 2006.

Ten tijde van de Grote Depressie, daarentegen, leek het onaangepaste monetaire beleid de voornaamste rol te spelen. De goudstandaard liet immers weinig ruimte voor een accommoderend monetair of budgettair beleid. De talloze *bank runs* in de vroege jaren dertig impliceerden een daling van de geld- en kredietmultiplicator die niet door het monetaire beleid kon worden gecompenseerd, zodat de geldhoeveelheid fors inkromp. Nadat de Verenigde Staten in maart 1933 de goudstandaard hadden opgegeven, werd het monetaire beleid versoepeld en groeide de geldhoeveelheid snel. De monetaire expansie werd bovendien ondersteund door de beslissing om, tijdens de *Bank Holiday* van maart 1933, niet-solvabele banken te sluiten en andere te herstructureren. Daardoor werd het vertrouwen in het financiële systeem hersteld en kon het proces van geld- en kredietcreatie opnieuw op gang komen. Vanaf 1933 gingen de activiteit en het prijspeil dan ook opnieuw stijgen zodat de Grote Depressie in 1937 achter de rug was. De Federal Reserve verlaagde ook haar officiële rentetarieven, zij het in beperkte mate. Bovendien hadden die tarieven destijds niet de signaalfunctie met betrekking tot het monetaire beleid die ze vandaag wél hebben. Het Amerikaanse budgettaire beleid wordt daarentegen geen grote rol toegedicht in het herstel uit de Grote Depressie omdat de opgetekende overheidstekorten eerder beperkt waren en ze bovendien grotendeels gecompenseerd werden door een restrictiever budgettair beleid op het lokale beleidsniveau.

Anders dan in het geval van de Japanse stagnatie en de Amerikaanse Grote Depressie, werd de scherpe economische teruggang snel door de Europese monetaire en budgettaire overheden aangepakt (dat was overigens ook in andere industrielanden het geval). De snelle renteverlagingen van de ECB werden bovendien aangevuld met niet-conventionele maatregelen die de normale geld- en kredietcreatie in stand moeten houden en zodoende een Grote-Depressiescenario moeten helpen vermijden. Bovendien zetten de nationale overheden reeds bij het begin van de crisis aanzienlijke reddingsoperaties op om het financiële systeem te stabiliseren en het vertrouwen erin te handhaven, terwijl ook de macro-economische impuls die uitgaat van het budgettaire beleid, vergeleken met de twee andere periodes, groter én sneller is. Dat heeft voor een deel te maken met het feit dat, zeker in Europa, de automatische stabilisatoren thans veel belangrijker zijn dan in het verleden, gelet op de sterk uitgebouwde sociale-zekerheidssystemen. De huidige recessie is bovendien een mondiaal verschijnsel en om die reden nemen centrale banken en nationale overheden wereldwijd maatregelen – waarvan sommige tot op zekere hoogte gecoördineerd zijn – om aan de crisis het hoofd te kunnen bieden. Wegens politieke spanningen tussen de betrokken landen, was er in de jaren dertig geen sprake van een dergelijke, min of meer gezamenlijke, aanpak.

## 2. Waarom deflatie niet zomaar inflatie is met een negatief teken

Er zijn verschillende redenen waarom in het vervolg van dit artikel gefocust wordt op de kwaadaardige vormen van deflatie. Om te beginnen, zou zij rampzalige gevolgen kunnen hebben voor de economische activiteit en zodoende de beleidsmakers, niet in het minst de monetaire-beleidsmakers, voor een zware uitdaging plaatsen. Zoals reeds vermeld, is bovendien – in het licht van de momenteel in de industrielanden van kracht zijnde monetaire-beleidsstelsels – de kans klein geworden dat er effectief goedaardige deflaties optreden (anders dan in de 19<sup>e</sup> en tijdens de eerste helft van de 20<sup>e</sup> eeuw). Tot

slot is de huidige crisis tot op zekere hoogte vergelijkbaar met de situatie in Japan en met de Grote Depressie van de jaren dertig, zodat in de huidige omstandigheden kwaadaardige deflatie veel pertinenter is dan goedaardige.

In de praktijk wordt deflatie dan ook vaak onmiddellijk gedefinieerd als kwaadaardige deflatie en wordt goedaardige deflatie impliciet buiten beschouwing gelaten. Een dergelijke definitie – die minder ruim is dan die welke tot dusver in dit artikel is gehanteerd – verwijst stevast naar deflatie als een aanhoudende daling van het algemene prijspeil die aanleiding geeft tot verwachtingen van verdere dalingen (Bini Smaghi, 2008). In deze minder ruime definitie zijn verschillende elementen van belang.

Ten eerste wordt expliciet verwezen naar een daling van het *algemene prijspeil*. In de praktijk betekent dit dat de consumptieprijnsindex in zijn totaliteit moet dalen en dat de prijsdalingen ruim gespreid moeten zijn. Het is met andere woorden niet voldoende dat alleen maar de prijs van enkele specifieke goederen of diensten daalt. Dit laatste soort van prijsdalingen is immers niet ongebruikelijk – zeker niet in geval van lage inflatie – en is het resultaat van relatieve vraag- en/of productiviteitsontwikkelingen en niet van ontwikkelingen op het geaggregeerde niveau. Bovendien moet er sprake zijn van een *aanhoudende* prijsdaling en niet van kortstondige periodes van prijsdalingen, bijvoorbeeld gedurende enkele maanden. Een derde essentieel kenmerk, ten slotte, is het ontstaan van *verwachtingen van verdere prijsdalingen*. Het tweede en het derde kenmerk zijn onderling met elkaar verbonden: het aanhoudende karakter van de prijsdalingen kan mede verdere verwachtingen van prijsdalingen genereren, wat op zijn beurt de persistente aard van de prijsdalingen in de hand werkt. Beide elementen zijn zeer belangrijk omdat aldus een deflatoire spiraal kan ontstaan.

Deflatie veroorzaakt in de eerste plaats een aantal kosten die ook door inflatie worden veroorzaakt, bijvoorbeeld een verstoring van het relatieve-prijssignaal. Vanuit dit oogpunt lijkt deflatie niets anders te zijn dan het spiegelbeeld van inflatie. Deze zienswijze is echter onjuist, vanwege te partieel. Deflatie sorteert immers ook een aantal specifieke effecten, die niet voorkomen bij inflatie, en die voor de economie supplementaire en potentieel hoog oplopende kosten teweeg kunnen brengen. Deze gevolgen van deflatie zijn meteen ook de factoren die een deflatoire spiraal op gang brengen. Zij zijn van drieërlei aard en kunnen elk in essentie worden teruggevoerd op een of andere vorm van neerwaartse nominale rigiditeit (het feit dat bepaalde nominale variabelen niet negatief kunnen worden of niet kunnen dalen, of op zijn minst een specifieke weerstand vertonen om in die richting te bewegen).

### De ondergrens van de nominale beleidsrente

Een eerste nominale rigiditeit is de ondergrens van de nominale beleidsrente op nul, die een zo goed als absolute ondergrens is. Zodra de nominale rente nul is, kan de centrale bank het monetaire beleid immers niet verder versoepelen aan de hand van het klassieke rente-instrument. Iedereen zou immers het aanhouden van cash verkiezen boven het verstrekken van kredieten tegen een negatieve rente (*liquidity trap*). Hoewel de discussie over het monetaire beleid vaak gefocust is op de *nominale* beleidsrente, is het de *reële* rente die de economie en de inflatie beïnvloedt. De reële rente is het verschil tussen de

nominale rente, op haar beurt samengesteld uit de nominale beleidsrente en de *spreads* die bestaan uit risico- en liquiditeitspremies, en de verwachte inflatie. Het ontstaan van negatieve inflatieverwachtingen (verwachtingen van prijsdalingen) is een essentieel kenmerk van kwaadaardige deflatie, waardoor de reële rente in toenemende mate positief kan worden, terwijl het feit dat de deflatie optreedt na een forse negatieve vraagschok precies impliceert dat de reële evenwichtsrente (*real natural interest rate*) zeer laag of zelfs negatief is<sup>(1)</sup>. Door dit verschil tussen de eigenlijke reële rente en het evenwichtsniveau ervan kan het vraagtekort in de economie worden bestendig, wat leidt tot meer neerwaartse druk op de prijzen, een verdere toename van de negatieve inflatieverwachtingen, een nog hogere reële rente, ..., kortom, tot een heuse deflatoire spiraal. Deze spiraal kan dus ontstaan omdat het monetaire beleid de controle over de reële rente verliest en derhalve de economie en de inflatie niet langer kan sturen. Meer intuïtief uitgedrukt, verwijst dit mechanisme naar het feit dat door het ontstaan van verwachtingen van prijsdalingen bestedingen worden uitgesteld.

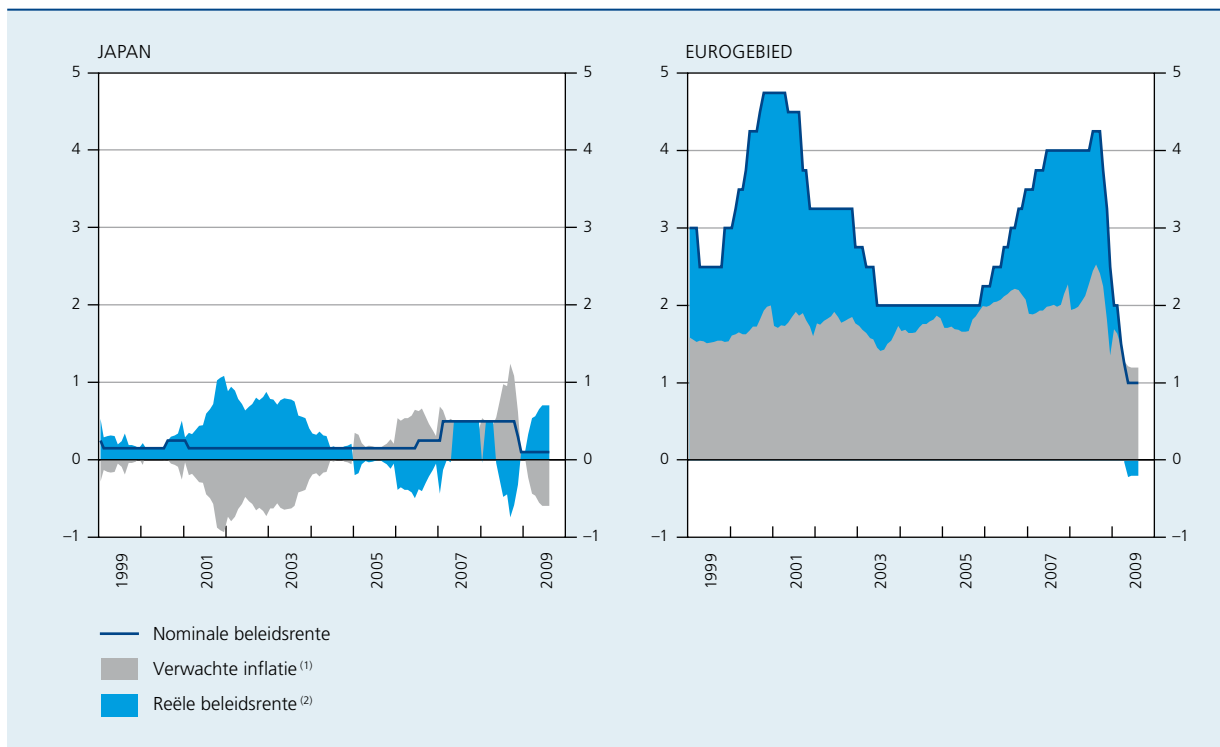
Bij een nominale beleidsrente op nul kan het monetaire beleid trachten de relevante reële rente te blijven sturen door de *spreads* te verkleinen en/of positieve inflatieverwachtingen te handhaven of te creëren. Hiertoe kan een niet-conventioneel monetair beleid worden gevoerd, zoals besproken in deel 4. De monetaire-beleidsmaker is evenwel minder vertrouwd met deze alternatieve beleidsinstrumenten en behalve de mogelijke praktische implementatieproblemen kan vooral het effect ervan op de economie moeilijker worden ingeschat dan dat van een wijziging in de nominale beleidsrente. De effectiviteit van het monetaire beleid kan hierdoor in het gedrang komen.

De weerslag, op de reële rente, van de nulgrens voor de nominale beleidsrente kan het best worden geïllustreerd aan de hand van het Japanse voorbeeld. Aan het einde van de jaren 1990 en het begin van de jaren 2000 was de Japanse economie in een deflatoire omgeving terechtgekomen en verlaagde de Japanse centrale bank de beleidsrente tot dicht bij nul. Omdat de deflatie zich echter ook in de verwachtingen had genesteld, bleef de reële rente vrij positief. Dit noopte de Japanse centrale bank ertoe een niet-conventioneel monetair beleid te voeren, met name in de vorm van een kwantitatieve versoepeling. Terwijl er in Japan tijdens de huidige crisis opnieuw negatieve inflatieverwachtingen worden opgetekend, is

(1) Indien de deflatie het gevolg zou zijn van een positieve aanbodschock, is de kans veel kleiner dat een dergelijk destabiliserend mechanisme tot stand komt, omdat in dat geval niet enkel de eigenlijke reële rente maar ook haar evenwichtswaarde stijgt. Daardoor wordt het meteen ook weinig waarschijnlijk dat een aanvankelijk goedaardige deflatie na verloop van tijd om zou slaan in een kwaadaardige deflatie.



**GRAFIEK 3** NOMINALE EN REËLE BELEIDSRENTE  
(procenten)



Bronnen : Thomson Reuters Datastream, Consensus Economics.

(1) Verwachte inflatie voor het volgende kalenderjaar.

(2) Berekend als het verschil tussen de nominale beleidsrente en de verwachte inflatie.

dat in het eurogebied niet het geval (zie verderop voor nadere informatie). Het resultaat is dat de forse daling van de beleidsrente van de ECB ook effectief geresulteerd heeft in een versoepeling van de monetaire voorwaarden, waarbij de lagere en aan het einde van de periode zelfs negatieve reële rente de economische activiteit in belangrijke mate kan stimuleren.

### Toename van de reële last van eerder aangegane schulden

Ten tweede, en gelet op het feit dat de meeste schuldcontracten in nominale termen worden afgesloten, neemt bij deflatie de reële last van de eerder aangegane schulden toe. Omdat deflatie vaak volgt op een periode van buitensporige kredietverlening, wordt aldus het aan de gang zijnde proces van schuldafbouw bemoeilijkt wat, ceteris paribus, tot een verdere toename van de spaarneiging leidt en zodoende de vraaguitval in de hand werkt. Een ander belangrijk gevolg hiervan is dat er een ongewilde *ex post* vermogensherverdeling ontstaat

van de kredietnemers naar de spaarders. Aangezien de kredietnemers vaak een grotere consumptieneiging vertonen, sorteert ook deze herverdeling een supplementair negatief effect op de vraag<sup>(1)</sup>. In combinatie met de reeds sterk verslechterde economische toestand, zullen tevens de terugbetalingsmoeilijkheden en de slechte kredieten fors toenemen. Een en ander gaat bovendien vaak gepaard met dalende activaprijzen zodat het onderpand van de aangegane leningen sterk in waarde daalt. In een dergelijke situatie zullen de banken de voorwaarden van hun kredietverstrekking verstrakken en kunnen terugbetalingsproblemen en waardeverminderingen van het onderpand tevens de solvabiliteit van de financiële instellingen aantasten en zodoende de crisis verder verscherpen. Het nastreven van prijsstabiliteit en het vermijden van deflatie zijn derhalve ook vanuit financiële-stabiliteitsoverwegingen van essentieel belang.

(1) In principe verschilt dit herverdelingseffect niet van een sterke daling van de inflatie. Zo werden aan het einde van de jaren tachtig en het begin van de jaren negentig de zwaarste recessies vastgesteld in de landen die voordien hun schulden het sterkst hadden zien groeien (zie b.v. Groth en Westaway (2003) en King (1994)).



## Neerwaartse nominale loonrigiditeit

Een derde belangrijke neerwaartse nominale rigiditeit betreft de moeilijkheid om de nominale lonen te laten dalen, ook al zou een dergelijke beweging gewettigd zijn op grond van de verslechterende economische situatie of de daling van het algemene prijspeil. Dit heeft te maken met de zogeheten «geldillusie» van de economische subjecten waarbij deze vooral focussen op het nominale, eerder dan op het reële loon en, bijgevolg, een loondaling steevast – zij het onterecht – als een koopkrachtverlies ervaren.

Op korte termijn kan een relatief hoge graad van neerwaartse nominale loonrigiditeit (NNLR) gunstig zijn, omdat die het reële beschikbare inkomen (en dus de vraag in de economie) ondersteunt en de problematiek van terugbetaling van de aangegane leningen in eerste instantie minder scherp maakt. Dit kan in een vroeg stadium tegenwicht bieden tegen de deflatoire druk. Rigiditeiten bemoeilijken evenwel ook de aanpassing van de reële economie, zeker wanneer de neerwaartse schok persistent van aard is. Daardoor komt uiteindelijk, als gevolg van een ongepast hoog reëel loonniveau, de winstgevendheid van de bedrijven verder onder druk te staan, wat leidt tot een toename van de werkloosheid en, derhalve, tot een verzwaring van de impact van de vraagshok<sup>(1)</sup>. Een en ander lijkt te impliceren dat het eurogebied, gelet op de hogere graad van rigiditeit, in eerste instantie beter beschermd is tegen het op gang komen van deflatie dan de Verenigde Staten maar, zodra een deflatoir proces op gang zou zijn gekomen, er zwaarder door zou worden getroffen. De Grauwe (2009) merkt in dit verband evenwel op dat sommige specifieke kenmerken van zogeheten rigide economieën, zoals het bestaan van een uitgebreid systeem inzake sociale zekerheid of minimumlonen, in staat zijn de deflatoire dynamiek tot staan te brengen. Het beschikbare inkomen zal, ondanks een zekere daling, immers niet onder een bepaald peil zakken, zodat de consumptie en de schuldaflossing ondersteund blijven. In deze redenering worden de eventueel negatieve gevolgen van de grotere rigiditeit aldus opgevangen door het budgettaire beleid, meer bepaald door de zogenoemde automatische stabilisatoren die in Europa belangrijker zijn dan in de Verenigde Staten en zou de kostprijs die dit voor de overheid impliceert, niet opwegen tegen de inspanningen die de overheid zou moeten leveren in een doorgedreven deflatoire omgeving. Daar moet echter aan worden toegevoegd dat de budgettaire mogelijkheden van de overheid, en derhalve

haar potentieel om de economie te stabiliseren, niet onbeperkt zijn.

De relevantie van de NNLR verschilt sterk van land tot land, afhankelijk van de institutionele kenmerken van de arbeidsmarkt. Zo zijn in Portugal nominale loondalingen bij wet verboden, zodat er een hoge graad van NNLR bestaat (Duarte, 2008). In België, daarentegen, is er nauwelijks NNLR vanwege de automatische loonindexering. Bij een negatieve inflatie zal de indexering immers aanleiding geven tot neerwaartse aanpassingen van de nominale lonen. Zo blijft het reële loon gespaard van een eventueel opwaarts effect als gevolg van deflatie, waardoor deze laatste minder rampzalige reële gevolgen heeft voor de Belgische bedrijven en dus ook voor de werkloosheid. Bovendien kan het bestaan van NNLR bij de handelspartners uiteindelijk leiden tot een verbetering van de Belgische concurrentiepositie in een internationale deflatoire omgeving. Daar staat evenwel tegenover dat de indexering het nominale effect op de lonen en de prijzen versnelt, waardoor de hierboven toegelichte problematiek van de reële rente en de verzwaring van de schuldenlast zich in België scherper kan doen gevoelen. In een kleine open economie zoals de Belgische is de afwezigheid van een effect op het reële loon wellicht echter van groter belang dan het feit dat er een groter effect op de reële rente of de schuldenlast kan zijn. Terwijl de indexering in België de mogelijke gevolgen van deflatie dus kan afzwakken, heeft dat mechanisme in andere gevallen, bijvoorbeeld bij ruilvoetschokken, het nadeel dat het de aanpassing van de economie kan bemoeilijken, precies omdat de vereiste aanpassing van het reële loon er moeilijker door tot stand komt. Du Caju et al. (2007) komen inderdaad tot de bevinding dat België gekenmerkt wordt door een lage graad van nominale loonrigiditeit, maar door een hoge graad van reële loonrigiditeit.

In landen zonder loonindexering neemt de draagwijdte van NNLR in principe toe naarmate de inflatie lager wordt. Dat fenomeen zal uiteraard nog scherper tot uiting komen in een deflatoire omgeving. Dit wordt bijvoorbeeld geïllustreerd door Fehr en Goette (2005), die aantonen dat de daling van de inflatie in Zwitserland, van 4,7 pct. in 1991 tot 0 pct. in 1997, gepaard ging met een vervorming van de verdeling van de in individuele gegevens opgetekende loonveranderingen. Het histogram voor 1997 was immers minder symmetrisch dan dat voor 1991 en de vervorming bestond erin dat er in 1997 minder neerwaartse aanpassingen van het reële loon werden vastgesteld dan in 1991, precies omdat het aandeel van de lonen dat onveranderd bleef (en dus blijkbaar niet neerwaarts kon worden aangepast) aanzienlijk toenam (van minder dan 5 pct. in 1991 tot bijna 20 pct. in 1997). Een dergelijke probabiliteitsconcentratie voor

(1) Mocht de deflatie het resultaat zijn van een positieve aanbodschock, dan is een stijging van het reële loon niet noodzakelijkerwijs problematisch omdat ook de evenwichtswaarde ervan toeneemt, bijvoorbeeld als gevolg van de gestegen productiviteit.

onveranderde lonen is een typisch symptoom van NNLR. Toch blijkt ook dat NNLR geen absoluut gegeven is in Zwitserland, aangezien tegelijkertijd ook het aandeel van de loondalingen tussen 1991 en 1997 aanzienlijk toenam (van 11 pct. in 1991 tot 31 pct. in 1997). In Hongkong, een land waar de institutionele kenmerken van de arbeidsmarkt weliswaar sterk verschillen van die in het eurogebied, daalde de consumptieprijsindex tijdens de periode mei 1998-augustus 2003 op gecumuleerde basis met 16,3 pct. en tijdens die periode werden heel wat loondalingen opgetekend. Bovendien bleef de verdeling van de loonveranderingen tijdens die periode symmetrisch (Gerlach, 2009). Het blijft derhalve een open vraag hoe sterk de NNLR-problematiek zich in een eventuele deflatoire omgeving zal manifesteren.

### 3. Het risico op deflatie in de huidige context

Om de risico's op deflatie in de huidige context te evalueren, wordt niet alleen een analyse gemaakt van het recente inflatieverloop, maar tevens van de inflatieverwachtingen van verschillende economische subjecten voor verschillende horizons. Omdat de deflatierisico's niet los kunnen worden gezien van de onderliggende negatieve vraagschok, wordt vervolgens, behalve met inflatiemaatstaven, ook rekening gehouden met een ruime waaier van indicatoren.

#### Zijn de prijsdalingen momenteel ruim gespreid?

Het inflatieverloop wordt momenteel wereldwijd gekenmerkt door een proces van desinflatie (in vele gevallen zelfs negatieve inflatie) als gevolg van de sterke daling van de energie- en voedselprijzen sinds de zomer van 2008. Voordien hadden de energieprijzen en, in mindere mate, de voedselprijzen geleid tot een sterke stijging van de inflatie, die zodoende in de verschillende ontwikkelde economieën het hoogste niveau sedert decennia bereikte. De onderliggende inflatie, gedefinieerd als de totale inflatie ongerekend energie en voedsel, neemt daarentegen slechts matig af, zowel in het eurogebied als in tal van andere geïndustrialiseerde economieën. Het keerpunt voor de onderliggende inflatie werd in België later bereikt, omdat zij nog opwaarts werd beïnvloed door de gevolgen van de hoge indexeringen van 2008 en begin 2009.

Een en ander impliceert dat de activiteitskrimp en, in het algemeen, de zwakke vraag (nog) geen sterk effect hebben gesorteerd op de prijzen van de niet-energetische en niet-alimentaire goederen en diensten in het eurogebied en, *a fortiori*, in België. Dit betekent dat de snelle daling van de

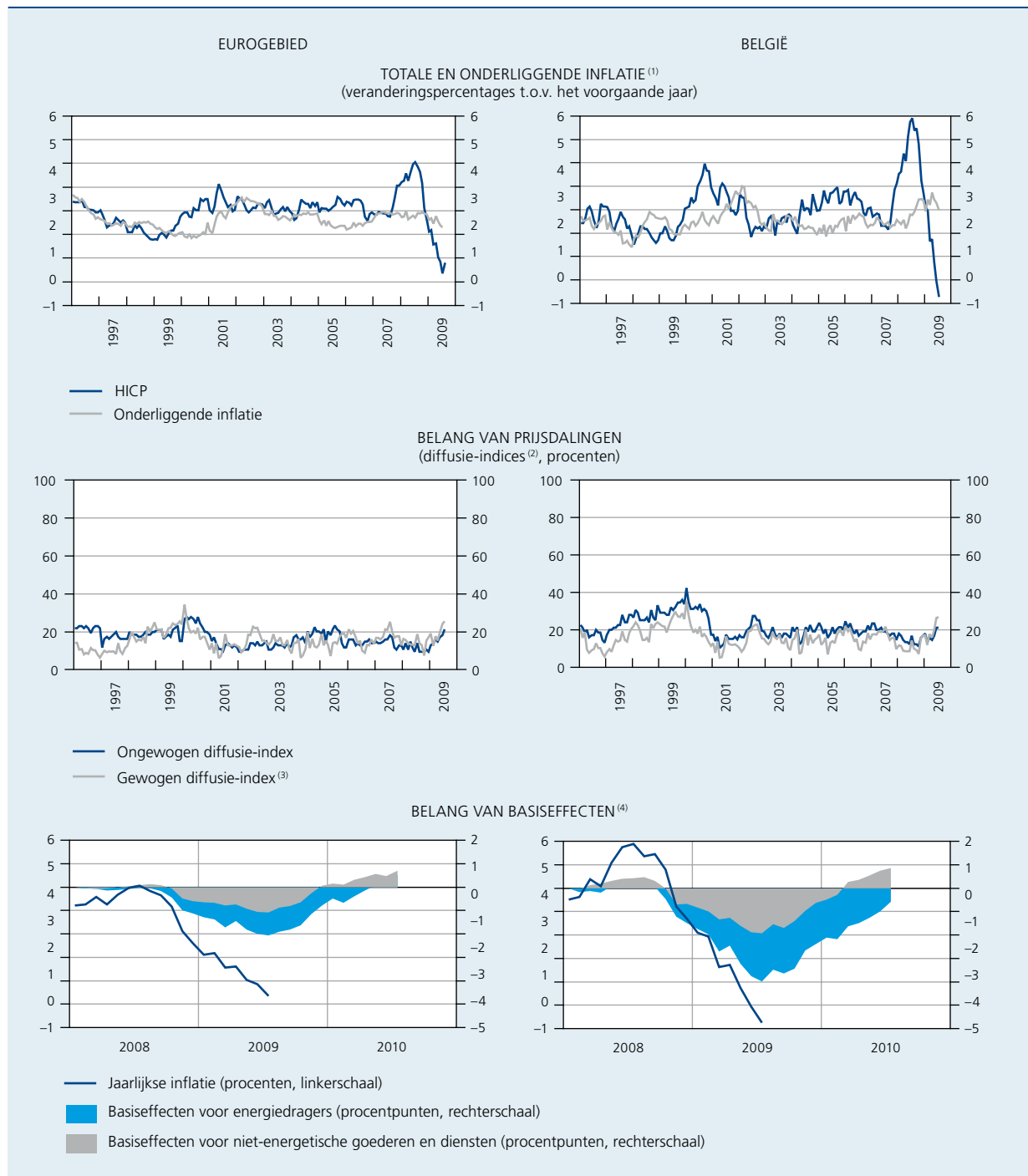
inflatie zoals opgetekend tijdens de afgelopen maanden, niet zozeer wijst op een daling van het algemene prijspeil, maar eerder het resultaat is van relatieve-prijsbewegingen. Zo beschouwd, gelijkt de huidige inflatieruggang op de periode van «*good deflation*» in Duitsland na de omgekeerde olieschok in 1986. Precies omdat de inflatieruggang toe te schrijven is aan ingevoerde goederen, ondersteunt hij, via de ruilvoetverbetering waarmee hij gepaard ging, de koopkracht in de industrielanden en biedt hij weerwerk aan de negatieve krachten in de reële economie. Zulks kan bezwaarlijk worden gezien als een mechanisme dat een kwaadaardige deflatoire spiraal op gang brengt, tenzij de forse ruggang van de inflatie zich zou nestelen in de verwachtingen.

Dat de prijsdalingen (vooralsnog) niet veralgemeend zijn, blijkt ook uit een zogeheten diffusie-index die het procentuele aandeel weergeeft van de productcategorieën in de geharmoniseerde consumptieprijsindex die een jaar-op-jaar prijsdaling laten noteren. Uit deze maatstaf blijkt dat, structureel beschouwd, prijsdalingen niet uitzonderlijk zijn, zeker niet in sectoren die worden gekenmerkt door sterke productiviteitswinsten zoals communicatiediensten of multimediatproducten. Tevens blijkt dat deze index tijdens de recente periode niet uitzonderlijk fors is toegenomen, wat bevestigt dat er noch in het eurogebied, noch in België een veralgemeende tendens tot prijsdalingen kan worden vastgesteld. Deze bevinding wordt verkregen op grond van zowel een ongewogen als een met de gewichten van de HICP gewogen diffusie-index. Voor België kwam het Instituut voor de nationale rekeningen (2009) tot gelijkaardige bevindingen op grond van de individuele prijsnoteringen die aan de consumptieprijsindex ten grondslag liggen.

Als gevolg van de sterke stijgingen van de energie- en voedselprijzen in de eerste helft van 2008, hebben zogenoemde basiseffecten<sup>(1)</sup> tijdens de eerste helft van 2009 een sterke neerwaartse impact op de inflatie. De weerslag van de neerwaartse basiseffecten nam in juni en juli nog enigszins toe; dat waren precies de maanden waarin de inflatie in 2008 haar hoogtepunt bereikte. Basiseffecten spelen in België een belangrijker rol dan in het eurogebied, gelet op het feit dat de inflatie er in 2008 veel forsier was opgelopen. Vanaf augustus 2009 neemt het neerwaartse effect van de basiseffecten evenwel geleidelijk af zodat, *ceteris paribus*, de neerwaartse inflatietrend zou moeten omslaan. Of dit laatste zich ook effectief zal voordoen en ook de mate waarin dat eventueel zal gebeuren, is evenwel onzeker. De inflatie zal tijdens de komende

(1) Een basiseffect verwijst naar de invloed – op het inflatiecijfer van een bepaalde maand – van een ongewone of extreme ontwikkeling tijdens de basisperiode, namelijk in de overeenstemmende maand van het voorgaande jaar. De weerslag van basiseffecten werd gekwantificeerd als de bijdrage tot de verandering van de inflatie die haar oorsprong vindt in een afwijking van de maand-op-maand verandering in de basisperiode t.o.v. het gebruikelijke veranderingspatroon. Vervolgens werden die maandelijkse effecten vanaf januari 2008 gecumuleerd.

GRAFIEK 4 GEHARMONISEERDE CONSUMTIEPRIJSINDEX



Bronnen: EC, NBB.

(1) HICP ongerekend energiedragers en levensmiddelen.

(2) Aandeel van de productcategorieën met prijsdalingen in het totaal.

(3) Gewogen met de gewichten van de HICP.

(4) Sedert januari 2008 gecumuleerde basiseffecten, die werden berekend als de bijdrage tot de verandering van de inflatie in een bepaalde maand die toe te schrijven is aan uitgesproken bewegingen in de overeenstemmende maand van het voorgaande jaar. Daartoe werd, voor iedere maand, de maand-op-maand variatie van de HICP vergeleken met het gebruikelijke veranderingspatroon. Deze methode maakt het mogelijk de weerslag van basiseffecten voor de eerstkomende twaalf maanden te voorspellen.

maanden immers niet alleen worden bepaald door de mechanische impact van deze basiseffecten, maar ook door het prijsverloop tijdens die maanden zelf, dat op

zijn beurt zal afhangen van met name het verloop van de grondstoffenprijzen en de prijsdruk waartoe de algemene economische situatie leidt.

## Zullen de prijsdalingen lang aanhouden?

De verwachte inflatieontwikkelingen spelen een cruciale rol in het bepalen van de huidige inflatie. Zij zijn derhalve van belang voor het evalueren van mogelijke risico's van deflatie nu en in de nabije toekomst. Bovendien zijn ze belangrijk als determinant van de monetaire-beleidskoers en bij een zeer lage nominale beleidsrente wordt het beïnvloeden van de inflatieverwachtingen het voornaamste, zonet het enige, instrument dat overblijft om de reële rente te beïnvloeden (zie hierboven). Daarom is het zeer belangrijk het verloop van de inflatieverwachtingen nauwgezet te analyseren.

In de maandelijkse consumentenenquête van de Europese Commissie wordt een vraag gesteld naar het verwachte verloop van de consumptieprijzen voor de komende twaalf maanden, vergeleken met dat tijdens de afgelopen twaalf maanden. Deze balansstatistiek werd, aan de hand van een standaardisatieprocedure, omgerekend naar een met de HICP vergelijkbare inflatie-indicator. Hieruit blijkt dat zowel in het eurogebied als in België deze op de balansstatistiek gebaseerde verwachte inflatie sedert medio 2008 sterk is afgenomen en de laatste maanden licht negatief is geworden. Deze beweging spoort met wat andere bronnen in het vooruitzicht stellen en bevestigt aldus de informatiewaarde van deze nochtans kwalitatieve maatstaf.

Interessant voor het analyseren van het risico op deflatie is na te gaan welk aandeel van de consumenten beweert een daling van de consumptieprijzen te verwachten. In het verleden was dat aandeel verwaarloosbaar, met uitzondering van een lichte toename in Nederland in 2003. Dat land werd toen immers getroffen door een activiteitskrimp die tevens gepaard ging met een prijzenslag in de distributiesector. Recentelijk is gebleken dat een toenevend deel van de consumenten in verschillende landen van het eurogebied een prijsdaling verwacht, maar al met al blijft hun aandeel eerder beperkt.

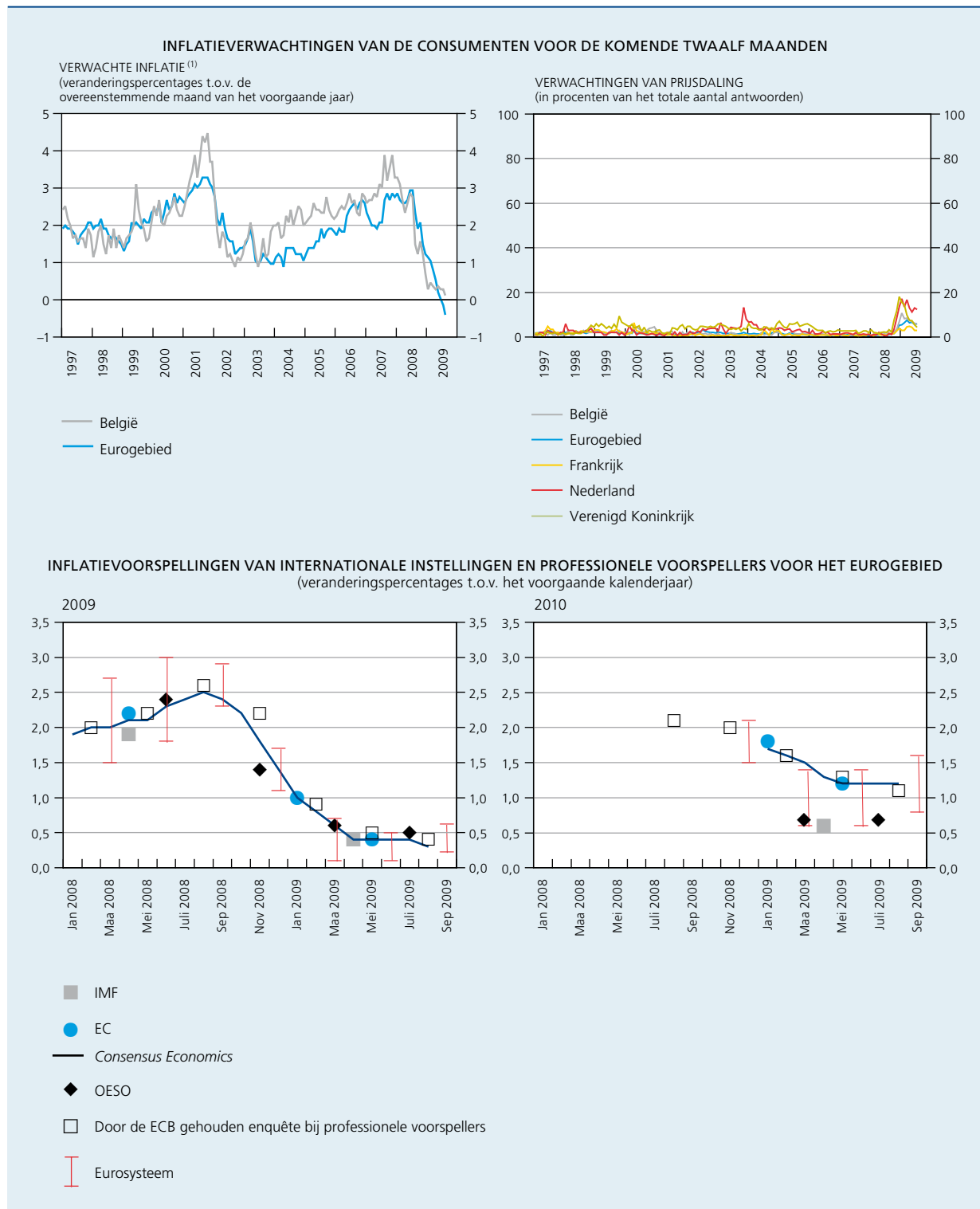
De inflatievoorspellingen voor het eurogebied van de internationale instellingen en andere professionele voorspellers zijn sedert september 2008 flink neerwaarts herzien. Dat geldt vooral voor 2009 en minder voor 2010, wat erop wijst dat deze voorspellers ervan uitgaan dat de inflatie opnieuw enigszins zal aantrekken ten opzichte van het lage peil waarop ze in 2009 vermoedelijk zal uitkomen. Deze zienswijze is in overeenstemming met de hierboven toegelichte afnemende neerwaartse impact van basiseffecten. Niettemin liggen de meest recente voorspellingen voor 2010 duidelijk beneden de bovengrens van de door de Raad van Bestuur van de ECB gehanteerde kwantitatieve definitie van prijsstabiliteit.

Toch verwachten alle voorspellers voor 2010 nog steeds een positieve inflatie. Terzelfder tijd is de onzekerheid echter aanzienlijk toegenomen. Dit blijkt uit het feit dat de dispersie van de voorspellingen die tijdens de eerste helft van 2009 werden opgesteld voor 2010, groter is dan die van de voorspellingen die tijdens de eerste helft van 2008 werden gemaakt voor 2009. Aangezien in de beide gevallen de voorspellingshorizon dezelfde is, heeft deze grotere dispersie niet te maken met technische factoren, maar wijst zij wel degelijk op een grotere intrinsieke onzekerheid voor de meest recente oefeningen. Vooral de inflatievoorspellingen van de OESO en het IMF wijken, in neerwaartse zin, sterk af van de andere.

Een andere belangrijke bron voor het meten van de inflatieverwachtingen in het eurogebied is de ECB-kwartaalenquête bij professionele voorspellers. De toegevoegde waarde van deze enquête is niet alleen het ruime aantal deelnemers, tussen veertig en zestig, maar ook het feit dat zij, naast de voorspelling voor het lopende en het volgende kalenderjaar, informatie verstrekt over de inflatieverwachting binnen respectievelijk één, twee en vijf jaar. Dit laatste gegeven is zeer belangrijk omdat het gaat om een inflatieverwachting op lange termijn en het derhalve indicaties verstrekt voor de geloofwaardigheid van het monetaire beleid. Uit deze gegevens blijkt opnieuw dat de professionele voorspellers hun verwachtingen sedert september 2008 neerwaarts hebben herzien, maar dat de herziening afneemt met de voorspellingshorizon. Volgens de meest recente enquête bedraagt de gemiddelde inflatievoorspelling binnen één jaar (in feite juni 2010) 1,2 pct., de gemiddelde inflatievoorspelling binnen twee jaar (in feite juni 2011) 1,6 pct. en de gemiddelde inflatievoorspelling binnen vijf jaar 2 pct. Hoewel de inflatieverwachting op lange termijn aldus verankerd blijft op een niveau dat in overeenstemming is met de kwantitatieve definitie van prijsstabiliteit, blijkt niettemin uit de gegevens dat voor de neerwaartse afwijking van de inflatie t.o.v. die lange-termijnverwachting uitgegaan wordt van enige persistentie (op zijn minst tot in 2011).

Inflatieverwachtingen kunnen ook worden afgeleid uit financiële-marktinstrumenten zoals geïndexeerde obligaties en inflatieswaps, maar deze maatstaven moeten in tijden van toegenomen volatiliteit op de financiële markten met enige voorzichtigheid worden geïnterpreteerd. Dat voorbehoud geldt evenwel minder voor de inflatieswaps dan voor de inflatieverwachtingen afgeleid uit de geïndexeerde obligaties (NBB, 2009), zodat de hieronder volgende analyse gesteund is op de eerstgenoemde. Uit de contante notering van de inflatieswaps kan men de impliciete termijnnoteringen voor eenjaars inflatieswaps berekenen, waarbij deze laatste voor de verschillende tijdstippen telkens de verwachte HICP-inflatie voor het

GRAFIEK 5 INFLATIEVERWACHTINGEN OP KORTE TERMIJN



Bronnen : Consensus Economics, EC, ECB, IMF, OESO, NBB.

(1) Saldo van de antwoorden op de enquête van de EC, omgerekend naar een met de HICP vergelijkbare inflatie-indicator volgens de standaardisatieprocedure zoals beschreven in Aucremanne, L., M. Collin en T. Stragier (2007).

daaropvolgende jaar weerspiegelen<sup>(1)</sup>. De toegevoegde waarde van deze impliciete termijnnoteringen is dat zij, in tegenstelling tot de enquête bij professionele voorspellers, ook informatie verschaffen voor intermediaire horisonten, namelijk niet alleen binnen één, twee en vijf jaar, maar ook binnen drie en vier jaar. Zo noteerde in september 2008 de verwachte inflatie voor juni op 2 pct. voor 2009 en op ongeveer 2,5 pct. voor de daaropvolgende jaren, een niveau dat niet noodzakelijkerwijs in strijd is met de definitie van prijsstabiliteit omdat inflatieswaps, naast de eigenlijke inflatieverwachting, ook niet onaanzienlijke risico- en liquiditeitspremies bevatten. Sinds september 2008 zijn de inflatieverwachtingen voor de komende vijf à zes jaar evenwel naar beneden verschoven, vooral – maar niet uitsluitend – voor de kortere horisonten. Afgaande op de inflatieswaps van augustus 2009 verwachten de financiële markten geen negatieve inflatie of deflatie, maar wel een slechts geleidelijke terugkeer van de inflatie naar niveaus die in overeenstemming zijn met prijsstabiliteit. Niettemin blijkt ook dat de lange-

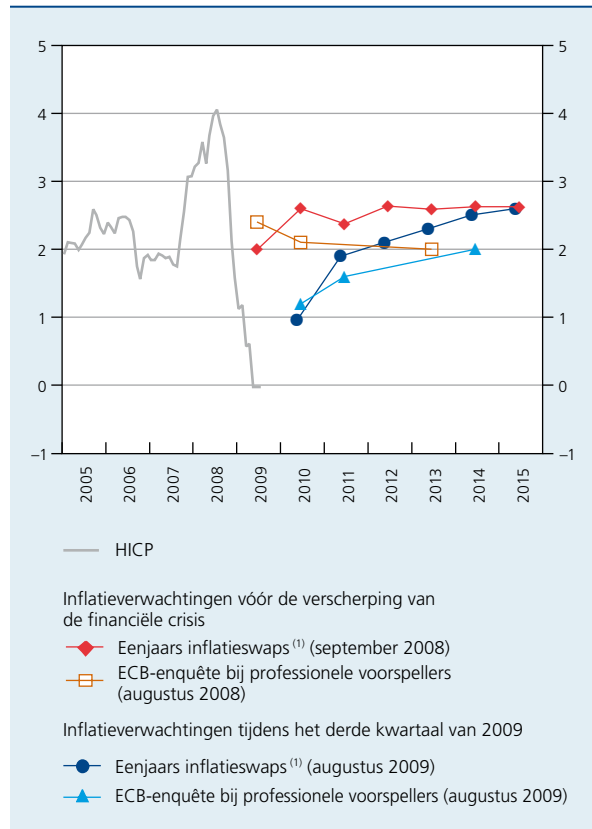
termijnverwachtingen goed verankerd zijn gebleven. Ingeval zich effectief een langere periode van neerwaartse afwijkingen ten opzichte van de kwantitatieve definitie van prijsstabiliteit zou voordoen, ontstaat het risico dat de economische subjecten hun perceptie van de inflatiedoelstelling van het Eurosysteem geleidelijk neerwaarts gaan bijstellen. Mocht zulks gebeuren, dan stijgt uiteraard de kans op deflatie.

Een en ander werd ook weerspiegeld in de inflatieprojecties van het Eurosysteem van september 2009. Die projecties maken deel uit van een coherente macro-economische oefening en houden derhalve rekening met de perspectieven voor de reële economie<sup>(2)</sup>. Voor het eurogebied wordt verwacht dat de inflatie, nadat deze, hoofdzakelijk als gevolg van basiseffecten, tijdens de zomer negatief was, opnieuw wat zou aantrekken. Voor 2010 wordt verwacht dat de inflatie tussen 0,8 en 1,6 pct. zal uitkomen. Dit veronderstelt dat, gelet op het wegvallen van de negatieve bijdrage van energie, de onderliggende inflatie verder terugloopt. Afgaande op het middelpunt van de gepubliceerde intervallen blijkt derhalve dat volgens het basisscenario, hoewel de inflatie in 2010 beduidend onder de 2 pct. bovengrens in de definitie van prijsstabiliteit zou uitkomen, geen negatieve inflatie te verwachten valt. Het onzekerheidsinterval geeft evenwel aan dat lagere, maar ook hogere uitkomsten mogelijk zijn. Een meer uitgesproken teruggang van de economische activiteit en/of een trager herstel dan waar in de projecties van september 2009 wordt van uitgegaan, kan leiden tot lagere inflatie. Hogere grondstoffenprijzen – de projectie van september was met name gesteund op een gemiddelde ruwe aardolieprijs van respectievelijk 62,4 en 78,9 dollar per vat Brent in 2009 en 2010 – en/of een snellere opleving van de economie kunnen leiden tot hogere inflatie.

Kwalitatief beschouwd, verschilt de door de Bank in juni 2009 voor België gepubliceerde inflatieprojectie weinig van dit patroon. Op een kortstondige periode van negatieve inflatie tijdens de periode mei-oktober 2009 zou een lichte versnelling van de inflatie volgen tot gemiddeld 1,3 pct. in 2010. Dat de inflatie in 2009 (gemiddeld 0,1 pct.) enigszins lager zou uitkomen dan in het eurogebied is het netto resultaat van een grotere neerwaartse impact voor energie – de inflatie in België is hier traditioneel gevoeliger voor – en van het feit dat de

**GRAFIEK 6** INFLATIEVERWACHTINGEN OP LANGERE TERMIJN VOOR HET EUROGEBIED

(veranderingspercentages t.o.v. de overeenstemmende maand van het voorgaande jaar)



Bronnen : Bloomberg, EC, ECB.

(1) Impliciete termijnnotering voor een eenjaars inflatieswap.

(1) Omdat de consumptieprijsindex met enige vertraging wordt gepubliceerd, weerspiegelen de inflatieswapcontracten de verwachte inflatie voor de maand die drie maanden voorafgaat aan de vervaldatum van de inflatieswap. Zo weerspiegelen de contracten in augustus 2009 telkens de verwachte inflatie voor de maand mei, terwijl de contracten in september 2008 telkens de verwachte inflatie voor de maand juni opleveren.

(2) Voorts zijn zij gesteund op marktverwachtingen voor de korte en de lange rente, en op impliciete prijzen voor de ruwe aardolieprijs zoals die blijken uit de termijncontracten, terwijl de bilaterale wisselkoersen constant werden gehouden op hun waarde van medio augustus.

onderliggende inflatie in eerste instantie trager terugloopt dan in het eurogebied, wat wijst op een zekere manifestering van tweede-ronde-effecten als gevolg van de in 2008 zeer hoge inflatie. De weerslag van deze laatste factor ebt evenwel geleidelijk weg en in 2010 wordt de loonindexering zelfs een factor van loonmatiging. Uiteraard is ook de inflatieprojectie voor België onzeker en die onzekerheid is zelfs groter dan voor het eurogebied, gelet op de grotere weerslag van het verloop van de ruwe aardolieprijs op de Belgische inflatie.

### Een ruimere benadering van het risico op deflatie: de IMF-methodologie

Terwijl in dit deel tot dusver de nadruk is gelegd op de inflatie zelf en op de inflatieverwachtingen, is het ook belangrijk, voor het identificeren van eventuele deflatoire risico's, een ruimer geheel van economische variabelen in beschouwing te nemen. Deflatie is immers geen fenomeen dat louter tot uiting komt in het prijsverloop. Zoals reeds vermeld, is het een verschijnsel van macro-economische aard met duidelijke interacties tussen het prijs- en het activiteitsverloop. Bovendien is in het verleden gebleken dat deflatie zeer moeilijk te voorspellen is. Dat komt onder meer doordat rigiditeiten in de prijs- en loonvorming in eerste instantie een forse daling van de (onderliggende) inflatie afremmen, wat heel wat neerwaartse druk op de prijzen als gevolg van een lage bezettingsgraad van het productievermogen kan verhullen. Tot slot moeten indicatoren betreffende inflatieverwachtingen met de nodige omzichtigheid worden geïnterpreteerd. Zij worden immers niet enkel gevormd op grond van de verwachte impact van economische schokken, maar ook op basis van de verwachte (monetaire-)beleidsreactie<sup>(1)</sup>. Indien de economische subjecten ervan uitgaan dat het beleid alles in het werk zal stellen om deflatie te vermijden, zullen de inflatieverwachtingen in hoge mate stabiel blijven, zeker op lange termijn, maar daar mag

uiteraard niet uit worden afgeleid dat het beleid afzijdig moet blijven.

Er is derhalve een ruimere aanpak nodig. Het IMF heeft daartoe een methodologie ontwikkeld die erop gericht is een breed scala van relevante variabelen op een synthetische manier voor te stellen. Het resultaat is de zogenoemde «*deflation vulnerability indicator*» van het IMF (zie IMF (2003) en Decressin en Laxton (2009)). Het IMF heeft daarbij elf variabelen geselecteerd die van belang zijn voor het opsporen van deflatoire risico's. Met iedere variabele wordt een drempelwaarde geassocieerd. Wanneer een variabele lager uitkomt dan haar drempelwaarde wordt de binaire waarde 1 toegekend, die wijst op een verhoogd deflatoir risico; in het andere geval wordt de binaire waarde 0 toegekend. Het gemiddelde van deze binaire scores levert een gestandaardiseerde indicator op die waarden aanneemt tussen 0 en 1. Een hoge (lage) waarde van deze synthetische indicator wijst op een hoog (laag) deflatierisico. Deze indicator mag, gelet op de samenstelling ervan, evenwel niet worden geïnterpreteerd als een procentuele kans op deflatie. Voor dit artikel kon een synthetische indicator worden berekend tot en met het tweede kwartaal van 2009<sup>(2)</sup>. In Kader 2 worden de elf geselecteerde variabelen en hun drempelwaarde opgesomd.

(1) Zie ter zake ook Gerlach (2009).

(2) In de oorspronkelijke methodologie van het IMF werden sommigen antwoorden gewogen op basis van de relatieve grootte van de aandelenmarkt en de markt voor bankkredieten. Dat is niet het geval in onze eigen berekeningen. Kleine afwijkingen van eerder door het IMF gepubliceerde resultaten kunnen ook te wijten zijn aan het gebruik van verschillende databanken en/of aan datarevisies. De voor dit artikel gebruikte gegevens zijn op kwartaalbasis.

## Kader 2 – Meting van het deflatoire risico volgens de methodologie van het IMF

De synthetische indicator voor het deflatoire risico van het IMF bestaat uit elf deelindicatoren en bijbehorende drempelwaarden die hieronder worden opgesomd. Zij kunnen in vier categorieën worden ingedeeld. Ten eerste worden drie algemene inflatiemaatstaven in aanmerking genomen omdat een lage inflatie logischerwijze beschouwd wordt als potentieel problematisch. Omdat kwaadaardige deflatie geassocieerd wordt met een negatieve vraagschok, werden ook een reeks variabelen geselecteerd die focussen op de omvang van de



vraagschok en meer in het bijzonder op de mate waarin er in de economie overcapaciteit bestaat. Ook het verloop van activaprijzen fungeert als een deelindicator. Sommige kwaadaardige deflatoire periodes worden immers niet alleen voorafgegaan door een *boom-bust* cyclus van de activaprijzen, maar het verloop van de activaprijzen sorteert, via inkomens- en vermogenseffecten, een belangrijk, al dan niet versterkend, effect op de negatieve vraagschok. Ten slotte focussen vier deelindicatoren op aspecten van de monetaire voorwaarden, precies omdat uit wat voorafgaat gebleken is dat het monetaire beleid een belangrijke rol speelt bij het al dan niet tot stand komen van deflatie.

---

#### DE ELF VRAGEN VAN DE SYNTHETISCHE IMF-INDICATOR VAN HET DEFLATOIRE RISICO

---

##### **Inflatiemaatstaven**

Is de jaarlijkse totale inflatie lager dan 0,5 pct. ?

Is de bbp-deflator over het afgelopen jaar met minder dan 0,5 pct. gestegen ?

Is de jaarlijkse onderliggende inflatie lager dan 0,5 pct. ?

##### **Capaciteitsbezetting**

Is de output gap over de afgelopen vier kwartalen met meer dan 2 procentpunten afgenomen ?

Is de output gap kleiner dan -2 pct. ?

Is de gemiddelde reële bbp-groei over de afgelopen drie jaar lager dan twee derde van de gemiddelde reële bbp-groei tijdens de voorgaande tien jaar ?

##### **Activaprijzen**

Zijn de aandelenprijzen over de afgelopen drie jaar met meer dan 30 pct. gedaald ?

##### **Monetaire voorwaarden**

Is de reële effectieve wisselkoers tijdens het afgelopen jaar met meer dan 4 pct. in waarde gestegen ?

Is de jaarlijkse kredietgroei lager dan de nominale bbp-groei ?

Is de cumulatieve kredietgroei over de afgelopen drie jaar lager dan 10 pct. ?

Is de ruime geldhoeveelheid over de afgelopen twee jaar 2 procentpunten trager gegroeid dan de geldbasis ?

---

Bij het interpreteren van deze indicator moet worden aangestipt dat hij (bij gebrek aan vergelijkbare maatstaven voor de verschillende landen) geen rekening houdt met inflatieverwachtingen en dat overcapaciteit uiterst moeilijk nauwkeurig kan worden gemeten, zeker in *real time*. Ten slotte is het bepalen van de drempelwaarde die bij iedere deelindicator hoort, niet triviaal. Die drempelwaarden werden, vanwege het beperkte aantal recente deflatoire periodes, vooral gebaseerd op de ervaringen van Japan tijdens de jaren negentig. Dat de indicator voor Japan op een verhoogd deflatoir risico wijst naar het einde van de jaren negentig toe en tijdens de eerste jaren van het huidige decennium, mag dan ook geen verrassing zijn.

Zoals verwacht, is de waarde van de indicator voor Japan over de hele beschouwde periode hoog. Ook aan het einde van 2002 en in 2003 werd voor sommige landen een verhoogd risico vastgesteld. In die periode hadden vooral Zwitserland en het eurogebied een verhoogd risico op deflatie. Het IMF (2003) wees destijds vooral op een verhoogd deflatierisico in Duitsland. De indicator voor de Verenigde Staten blijft in 2002-2003 daarentegen verrassend laag. Dit laatste resultaat, dat weliswaar gesteund is op een vrij rudimentaire indicator, ligt in de lijn van de bevindingen van andere studies die erop wijzen dat het monetaire beleid in de VS op dat ogenblik het deflatierisico zou kunnen hebben overschat en derhalve te

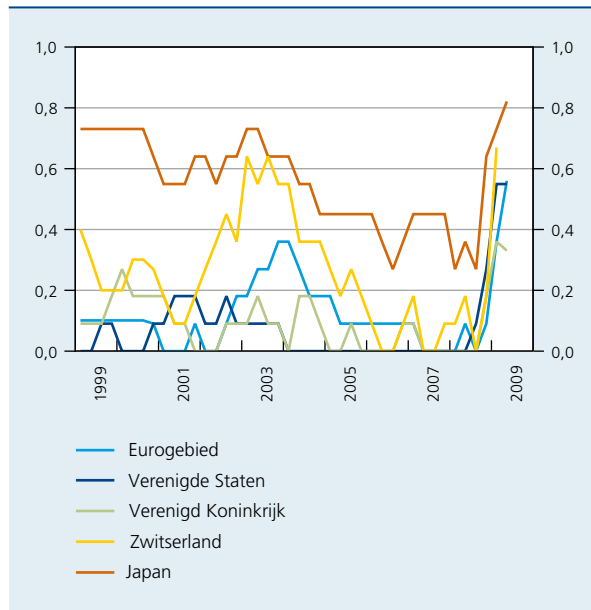
accommoderend was. Taylor (2009) voert ter zake aan dat het monetaire beleid in de periode 2002-2004 té laks was en Jarocinsky en Smets (2008) komen tot de bevinding dat dit lakse monetaire beleid bijgedragen heeft tot de *boom* in vastgoedprijzen in de Verenigde Staten.

Voor de recente periode blijkt dat het deflatierisico in zowat alle geïndustrialiseerde economieën aanzienlijk is toegenomen, zowel in het laatste kwartaal van 2008 als in de eerste twee kwartalen van 2009. Vooral in Japan en in Zwitserland blijkt het deflatierisico groot. In het eurogebied en in de VS is het niet onaanzienlijk en bovendien duidelijk groter dan in de periode 2002-2003.

GRAFIEK 7

SYNTHETISCHE INDICATOR VAN HET RISICO OP DEFLATIE VOLGENS DE METHODOLOGIE VAN HET IMF<sup>(1)</sup>

(gemiddelde van de binaire scores op de elf deelindicatoren)



Bronnen: IMF, NBB.

(1) Zie IMF (2003) en de update in Decressin en Laxton (2009).

Dat deze indicator onmiskenbaar op een verhoogd deflatierisico wijst, is niet inconsistent met de monetaire-beleidskoers die in de bewuste landen sedert september 2008 wordt gevoerd. Vanwege de fel verminderde inflatoire druk (en de potentieel dreigende deflatie) werden in al deze economieën de beleidsrentes in een ongekend tempo verlaagd en werd het expansieve monetaire beleid verder ondersteund door niet-conventionele maatregelen. De tegenstelling tussen het verhoogde deflatierisico volgens de IMF-methodologie en de eerdere bevindingen dat tal van andere indicatoren slechts op een beperkt risico wijzen, is slechts schijn. Deze paradox kan als volgt worden verklaard. De voorhanden zijnde inflatieverwachtingen en -voorspellingen omvatten immers niet alleen de verwachte impact van de economische schokken, maar ook de krachtige monetaire-beleidsreactie en in vele gevallen ook (impliciet) de verwachting van supplementaire acties, mocht de deflatoire druk zich niettemin manifesteren. Precies omdat op de stabiliserende rol van het beleid wordt gerekend, is het uiteindelijke *ex post* risico dan ook beduidend kleiner dan het *ex ante* risico op deflatie. De IMF-indicator komt wellicht dichter bij het meten van dit *ex ante* risico. Deze vaststelling moet de beleidsmakers tot blijvende waakzaamheid aanzetten en, indien nodig, tot gepast en resoluut optreden. De beleidsopties in geval van een verhoogd risico op deflatie,

of wanneer de deflatie reeds is ingezet, worden in het volgende deel van dit artikel besproken.

#### 4. Beleidsopties in een deflatoire omgeving

Eerder in dit artikel is reeds gewezen op de cruciale rol van vooral het monetaire beleid in het al dan niet tot stand komen van deflatie. Economen zijn het er doorgaans over eens dat het economische beleid, hetzij het monetaire, hetzij het budgettaire of een combinatie van beide, altijd in staat is om inflatie te creëren (Bernanke, 2002), waardoor aangehouden deflatie uiteindelijk kan worden beschouwd als ofwel een beleidskeuze ofwel een falen van het beleid (Buitier, 2003). In dit deel worden de verschillende beleidsopties besproken, met verwijzing naar voorbeelden uit het recente verleden.

##### Voorkómen is beter dan genezen

Omdat, zoals hierboven aangestipt, deflatie gepaard kan gaan met een aantal versterkende mechanismen die niet optreden bij inflatie, is het veel moeilijker om een deflatoire economie opnieuw op gang te trekken dan om de inflatoire spanningen in een oververhitte economie af te remmen. Zeker in het geval van deflatie is het dan ook beter te voorkomen dan te genezen.

Ook in tijden wanneer deflatie geen onmiddellijk probleem lijkt, kan, bij de bepaling van de monetaire-beleidsstrategie, aan deflatiepreventie worden gedaan door een soort van bufferzone te creëren tegen deflatierisico's. Daarom definiëren centrale banken prijsstabiliteit typisch als een lage, maar strikt positieve inflatie. Zo wordt prijsstabiliteit in het eurogebied door de Raad van Bestuur van de ECB sedert 2003 gedefinieerd als een jaarlijkse stijging van de HICP van het eurogebied met minder dan – *maar dicht bij* – 2 pct. op middellange termijn. Toen de precisering «*maar dicht bij*» in mei 2003 werd aangebracht, werd expliciet verwezen naar de risico's van deflatie. Door deze bufferzone vermindert de waarschijnlijkheid dat bij een aanzienlijke negatieve vraagschok de beleidsrente tegen de benedengrens stoot. Dit laatste argument was precies één van de elementen waarmee uitdrukkelijk rekening werd gehouden bij het bepalen van de bufferzone voor het eurogebied (Coenen, 2003). De kans dat de beleidsrente tegen haar benedengrens stoot, bleek immers op niet-lineaire wijze toe te nemen voor inflatiedoelstellingen onder de 2 pct. Uiteraard moet het voordeel van het creëren van een dergelijke bufferzone worden afgewogen tegen de mogelijke kosten van positieve inflatie in normale omstandigheden. Andere centrale

banken met een expliciete inflatiedoelstelling hebben hun doelstelling typisch tussen 1 en 3 pct. vastgesteld.

Bovendien biedt een kwantitatieve inflatiedoelstelling een duidelijk ijkpunt voor de inflatieverwachtingen, zodat deze beter verankerd kunnen worden en het risico van een deflatoire spiraal verkleint. Centrale banken die, zoals het Eurosysteem, een expliciete inflatiedoelstelling hebben, zijn dus in principe beter gewapend in de strijd tegen deflatie dan centrale banken zonder expliciete inflatiedoelstelling.

Een en ander impliceert ook dat een daling van de inflatie en van de inflatieverwachtingen tot onder de drempel die met prijsstabiliteit wordt geassocieerd, precies zoals een overschrijding ervan, kan leiden tot een aanpassing van de monetaire-beleidsoriëntatie. Een dergelijk symmetrisch streven naar prijsstabiliteit – er bestaan immers niet alleen opwaartse, maar ook neerwaartse risico's voor prijsstabiliteit – kan beter van meet af aan worden beklemtoond en systematisch worden toegepast, teneinde voldoende geloofwaardig te zijn op het ogenblik dat er zich een reëel risico op deflatie voordoet.

Wanneer bij een plotselinge en forse verslechtering van de economische *fundamentals* toch een reëel deflatierisico optreedt, kan het monetaire beleid het best proactief reageren – d.i. krachtiger dan onder normale omstandigheden – door de beleidsrente duidelijk en snel te verlagen (zie Ito (2009) en Orphanides (2009)). Als de nominale rente zodoende sneller daalt dan de inflatieverwachtingen, kan het monetaire beleid, via een verlaging van de reële rente, voldoende expansief blijven, wat in dergelijke omstandigheden stabiliserend werkt voor de economie, *in fine* de daling van de inflatieverwachtingen tegenwerkt en de kans verkleint dat de beleidsrente effectief tegen de benedengrens stoot. Het bestaan van een benedengrens voor de beleidsrente impliceert dus dat agressiever gebruik wordt gemaakt van het rente-instrument dan in een (hypothetische) situatie zonder ondergrens (Adam en Billi, 2006) en dat karig omspringen met het hanteren van het rente-instrument, bijvoorbeeld vanuit de bekommernis om later de rente nog verder te kunnen verlagen, in dergelijke omstandigheden helemaal geen aanbeveling verdient.

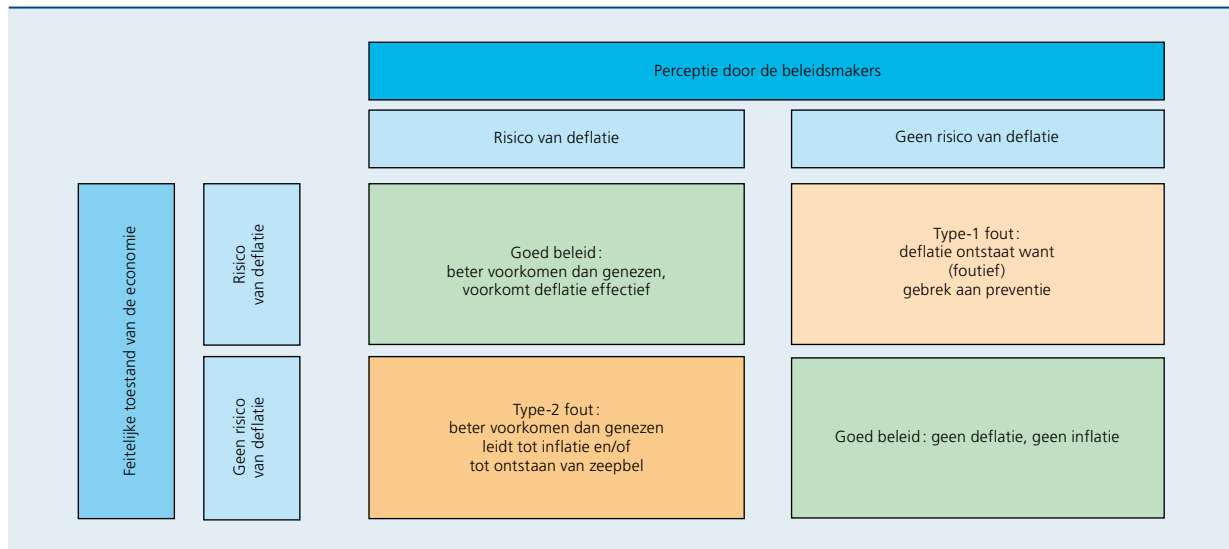
Wat die ondergrens betreft, zij aangestipt dat hij in theorie op nul ligt, maar dat in de praktijk rekening moet worden gehouden met het feit dat een zeer lage rente nefast kan zijn voor de rentabiliteit van de banken en andere financiële instellingen, met implicaties voor de transmissie van de monetaire-beleidsimpuls en voor de financiële stabiliteit. Een van de factoren die daarbij een rol spelen, is het feit dat de banken voor de deposito's

van hun cliënteel rentevoeten hanteren die neerwaarts afwijken van de beleidsrente. Zodra die rentevoeten hun nulgrens hebben bereikt – vóór de beleidsrente dus –, komt, bij een verdere monetaire-beleidsversoepeling, ofwel de rentemarge van de banken onder druk of zal de additionele monetaire-beleidsimpuls niet meer volledig worden doorberekend in de debetrentes. De gevolgen daarvan moeten worden afgewogen tegen het feit dat een verdere versoepeling, via de verbetering van de macro-economische situatie waar zij in principe toe leidt, positieve terugkoppelingseffecten sorteert op de rentabiliteit van de financiële sector. In de praktijk blijkt dat centrale banken in uitzonderlijke omstandigheden wel zeer lage, maar niettemin strikt positieve beleidsrentes hanteren<sup>(1)</sup>.

Bovenop het verlagen van de beleidsrente kunnen centrale banken, zoals zij dat tijdens de afgelopen maanden hebben gedaan, zogeheten niet-conventionele monetaire-beleidsmaatregelen treffen. De beweegredenen van de recentelijk genomen maatregelen, die hieronder beknopt worden toegelicht, waren drieërlei van aard. Ten eerste werd additionele liquiditeit verstrekt om de financiële stabiliteit te garanderen, m.a.w. de centrale banken hebben tijdens de financiële crisis volop hun rol van *lender of last resort* gespeeld. Ten tweede waren sommige van die maatregelen gericht op het herstel van de vlotte werking van de geld- en interbancaire markten en andere segmenten van de kredietmarkten, zodat het monetaire-transmissiemechanisme zo goed mogelijk kon blijven functioneren. Ten derde waren bepaalde maatregelen ingegeven door het feit dat in sommige economieën de beleidsrente tot zeer dicht bij de absolute benedengrens was gebracht. Wanneer de beleidsrente haar benedengrens bereikt, staat het monetaire beleid immers niet machteloos tegenover aanhoudende deflatoire druk. De focus van het monetaire beleid kan in dergelijke omstandigheden immers verschuiven van het traditionale instrument, namelijk de korte rente, naar andere aspecten van het monetaire beleid, zoals de hoeveelheid basisgeld, de omvang en de samenstelling van de centrale-bankbalans en het sturen van de rentetarieven op langere termijn. Wel dient aangestipt dat niet elk van de recentelijk genomen extra maatregelen uitdrukkelijk in verband is gebracht met het risico van deflatie. Een dergelijke associatie is immers minder evident voor de maatregelen van de eerste en de tweede categorie. Toch dragen ook deze laatste er, op zijn minst indirect, toe bij dat de risico's van deflatie kleiner worden.

(1) Een uitzondering hierop is de Zweedse centrale bank. Deze verlaagde op 8 juli de centrale beleidsrente tot 0,25 pct. en omdat het verschil tussen de marginale beleningsfaciliteit en de depositofaciliteit van 100 basispunten behouden bleef, werd de rente op de depositofaciliteit verlaagd tot -0,25 pct.

GRAFIEK 8 COMPLEXITEIT VAN DE BELEIDSVOERING IN *REAL TIME*



Naast het monetaire beleid kan ook het budgettaire beleid de deflatoire risico's helpen verkleinen. Het is daarbij van primordiaal belang dat, wanneer deflatoire periodes gepaard gaan met risico's voor de financiële stabiliteit – wat vaak het geval is –, de solvabiliteitsproblemen van de banken kordaat worden aangepakt. Een van de lessen die uit de Japanse stagnatie van de jaren 1990 en 2000 kan worden getrokken, is immers dat aarzeling ter zake tot een aanslepende crisis leidt. Daarnaast kan het budgettaire beleid ook voor macro-economische stimuli zorgen, hetzij via de zogeheten automatische stabilisatoren, hetzij via additionele discretionaire actieplannen. Opdat het gevoerde budgettaire beleid succesvol zou zijn, moet het zo veel mogelijk gericht zijn op maatregelen met de grootste multiplier. Bovendien moet vooral ook worden toegezien op de houdbaarheid van de overheidsfinanciën op lange termijn, zoniet ontstaan zogenoemde Ricardiaanse effecten die de efficiëntie van het budgettaire beleid aantasten. Dit beleid kan derhalve niet onbeperkt worden ingezet. Het ten uitvoer gelegde budgettaire beleid in de lidstaten van de EU en in de Verenigde Staten wordt uitvoerig besproken in een ander artikel van dit nummer van het Economisch Tijdschrift.

Omdat deflatie vaak volkomen onverwacht intreedt en het niet eenvoudig is om een onderscheid te maken tussen, enerzijds, een forse groeivertraging of recessie die deel uitmaakt van een min of meer normale, zij het uitgesproken, economische cyclus en, anderzijds, een recessie die aanleiding kan geven tot het ontstaan van een deflatoire spiraal, staat het beleid in de praktijk voor de moeilijke uitdaging de situatie zeer vroeg, in zogeheten

*real time* – d.i. op basis van de op het ogenblik van de beleidsbeslissing beschikbare gegevens –, correct in te schatten en vervolgens tot de gepaste beleidsreactie te besluiten. Gelet op dit *real time* karakter van de beslissingen kunnen zowel zogenoemde type-1 als type-2 fouten (aan de statistiek ontleende termen) worden gemaakt. In deze context doet zich een type-1 fout voor wanneer het beleid niet gericht is op het vermijden van deflatie, terwijl er een reëel deflatoir gevaar bestaat. In dat geval is de kans groot dat deflatie zich ook effectief zal voordoen als gevolg van de onderschatting van het deflatoire risico en de ondermaatse beleidsreactie. Een type-2 fout bestaat erin een uitgesproken anti-deflatoir beleid te voeren, terwijl er zich in werkelijkheid geen reëel deflatoir gevaar voordoet. Het resultaat zal dan zijn dat een te accommoderend beleid aanleiding geeft tot inflatie en/of tot het ontstaan van een zeepbel. Het uiteenspatten van deze laatste kan het beleid in een later stadium dan weer voor grote uitdagingen plaatsen – eventueel zelfs deflatoire risico's. Algemeen wordt een type-1 fout als erger beschouwd vanwege de aanzienlijke welvaartskosten die een deflatoire periode met zich brengt. Het maken van type-2 fouten kan dan worden beschouwd als het betalen van een verzekeringspremie tegen het maken van type-1 fouten. De kostprijs van die verzekeringspremie kan in sommige gevallen echter zeer hoog oplopen, omdat ook type-2 fouten aanzienlijke consequenties kunnen hebben. Zo zou van het monetaire beleid in de Verenigde Staten in 2003-2004 *ex post* kunnen worden beweerd dat het deflatierisico werd overschat en er derhalve een te expansief monetair beleid werd gevoerd, wat kan hebben bijgedragen tot het ontstaan van een zeepbel op de huizen- en kredietmarkten. Het uiteenspatten van die zeepbel lag op

zijn beurt mede ten grondslag aan de huidige economische problemen.

Een en ander maakt de beleidsvoering complexer, niet in het minst wat de toepassing betreft van het advies «voor-kómen is beter dan genezen».

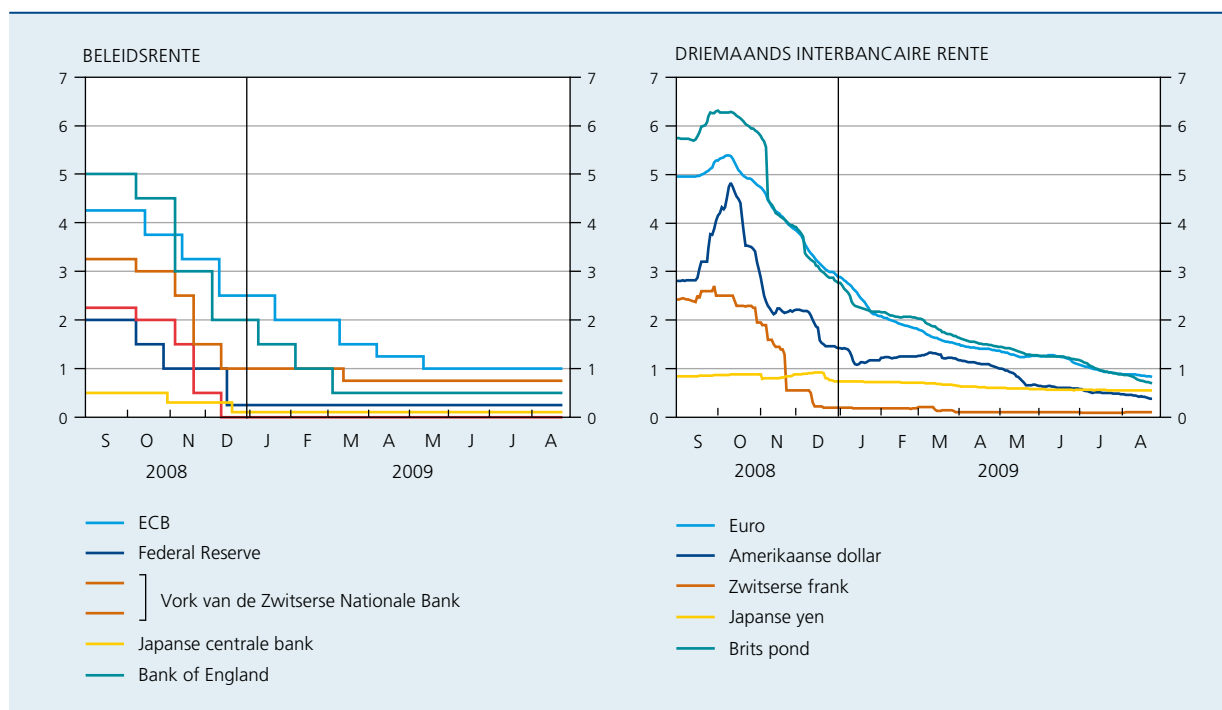
### De monetaire-beleidsvoering vanaf september 2008 in een notedop

Toen in september 2008 de financiële beroering omsloeg in een echte financiële en economische crisis met een significante impact op de reële economie, besloten alle belangrijke centrale banken, rekening houdend met de ontstane neerwaartse druk op de inflatie, hun beleidsrente aanzienlijk te verlagen. Begin oktober gebeurde dit een eerste maal middels een gecoördineerde actie; nadien bleven de respectieve centrale banken hun beleidsrente verlagen naarmate de negatieve vraagschok intensifieerde en de (verwachte) prijsdruk afzwakte. De gecumuleerde renteverlagingen in de afzonderlijke landen en de snelle opeenvolging ervan wijzen erop dat alle centrale banken voor een zeer forse monetaire-beleidsversoepeling hebben gekozen om hun respectieve doelstellingen te realiseren en aldus het risico van deflatie te verkleinen. De verschillen tussen de respectieve

economieën qua reacties van de beleidsrentes zijn doorgaans groter dan de verschillen in de voor de transmissie naar de economie meer relevante geldmarkttrentes. Zo staat de Britse beleidsrente duidelijk lager dan die in het eurogebied. De driemaands Euribor komt evenwel op ongeveer hetzelfde peil uit als de driemaands Libor. Ook wanneer het eurogebied vergeleken wordt met de VS, is het verschil minder groot voor de driemaands geldmarktrente dan voor de beleidsrente.

Sedert het uitbreken van de financiële crisis hebben de meeste centrale banken, bovenop deze forse renteverlagingen, ook zogeheten niet-conventionele maatregelen genomen. Sommige ervan, zoals de liquiditeitsverschaffing in het kader van het vrijwaren van de financiële stabiliteit, werden geïmplementeerd ongeacht het niveau van de beleidsrente. Andere maatregelen hebben evenwel expliciet tot doel gehad het monetaire beleid verder te versoepelen. Concreet betekent dit dat de centrale bank probeert de reële marktrente, eventueel zelfs die op langere termijn, lager te sturen door het beïnvloeden van *spreads* en/of door het handhaven of creëren van voldoende positieve inflatieverwachtingen. Hieronder volgt een kort schematisch overzicht van deze niet-conventionele maatregelen zonder evenwel exhaustief te willen zijn, aangezien zulks buiten het bestek van dit artikel zou vallen. Een indeling in zes grote categorieën lijkt hierbij

GRAFIEK 9 RENTE OP KORTE TERMIJN



Bron : Thomson Reuters Datastream.

TABEL 1 NIET-CONVENTIONEEL MONETAIR BELEID

	Eurostysteem	Federal Reserve	Japanse centrale bank	Bank of England	Zwitserse Nationale Bank
Ruime liquiditeitsverschaffing .....	X	X	X	X	X
Kwantitatieve versoepeling .....			X (tot maart 2006)		
Kredietversoepeling					
Overheidsobligaties .....		X	X	X	
Particuliere schuldbewijzen .....	X	X	X	X	X
Communicatie over toekomstig rentepad .....		X			
Wisselkoers .....					X
Doelstelling voor het prijspeil .....					

nuttig, maar in de literatuur worden soms ook enigszins andere classificaties gehanteerd.

Sinds het ontstaan van de financiële beroering in juli 2007 hebben zowat alle centrale banken in de eerste plaats hun liquiditeitsverstrekking opgevoerd. Daartoe werd in de herfinancieringstransacties, een ruimere waaier van tegenpartijen toegelaten, werden door de respectieve centrale banken liquiditeiten in vreemde valuta's verstrekt en/of werd de wijze waarop de gevraagde liquiditeiten worden toegewezen, aangepast. Daarnaast verschafte de meeste centrale banken in toenemende mate liquiditeit op langere termijn en werd het beleenbare onderpand uitgebreid. Deze ruimere liquiditeitsverschaffing was hoofdzakelijk bedoeld om te voorkomen dat liquiditeitstekorten bij individuele instellingen, gelet op de niet-functionerende interbancaire markt, zouden omslaan in solvabiliteitsrisico's en het systeemrisico zouden vergroten. Daarnaast vermindert ze ook de onzekerheid omtrent de financieringsbehoeften van de financiële instellingen en helpt ze de gedaalde geld- en kredietmultiplicatoren te compenseren, met mogelijkwerwijs een ondersteunend effect op de kredietverlening van deze instellingen. Aldus zit er, naast een louter motief inzake financiële stabiliteit, tot op zekere hoogte ook een monetair-beleidsaspect in vevat.

Kwantitatieve versoepeling, van haar kant, focust op de passiefzijde van de centrale-bankbalans en met name op de reserves van de banken. Het doelbewust uitbreiden van de bankreserves door middel van open-marktoperaties, bijvoorbeeld het aankopen van overheidspapier, zou in principe moeten leiden tot meer kredietverlening of tot het aanhouden van meer risicovolle activa en tot het op peil houden, of het opnieuw genereren, van voldoende hoge inflatieverwachtingen. Alleen de Japanse centrale

bank heeft recentelijk op expliciete wijze kwantitatieve versoepeling toegepast, namelijk tussen maart 2001 en maart 2006. Ondanks het feit dat de geldbasis tijdens de bewuste periode met ongeveer 70 pct. groeide, was het effect op de inflatieverwachtingen te verwaarlozen. Svensson (2009) wijt dit aan het onvermogen van een centrale bank om op geloofwaardige wijze de verwachting te creëren van een permanente verruiming van de geldhoeveelheid en aldus een positief effect te sorteren op het verwachte prijsniveau. Er is immers niets dat de centrale bank verhindert om in de toekomst de geldhoeveelheid terug te schroeven. Tal van maatregelen die vandaag de dag worden genomen – bijvoorbeeld de ruimere liquiditeitsverstrekking – leiden in de praktijk tot een uitbreiding van de centrale-bankbalans en, in vele gevallen, ook tot een toename van de hoeveelheid basisgeld, maar worden echter niet, of althans veel minder expliciet, onder de noemer kwantitatieve versoepeling gerangschikt omdat zij eerder focussen op de actiefzijde van de centrale-bankbalans. In het specifieke geval van het Eurostysteem zij bovendien opgemerkt dat er helemaal geen doelstelling bestaat voor de hoeveelheid reserves of basisgeld – een essentieel kenmerk van kwantitatieve versoepeling –, aangezien de omvang van de reserves die de banken bij het Eurostysteem aanhouden, volledig gedreven wordt door de vraag vanwege de banken en niet actief door het Eurostysteem naar een bepaald peil wordt gestuurd. De niet-conventionele maatregelen van het Eurostysteem worden verder besproken in Kader 3.

Naar de maatregelen die focussen op de actiefzijde van de centrale-bankbalans wordt vaak verwezen als kredietversoepeling (« *credit easing* »), een term die voor de eerste maal werd gebruikt door Bernanke (2009). Bij kredietversoepeling ligt de nadruk veeleer op de kwalitatieve veranderingen van de centrale-bankbalans dan op het loutere

feit dat de meeste van deze maatregelen ook leiden tot een uitbreiding ervan. Kredietversoepeling verwijst doorgaans naar aankopen van activa zoals door de particuliere sector of de overheid uitgegeven schuldbewijzen waarbij de belangrijkste doelstellingen erin bestaan in de economie gunstiger financieringsvoorwaarden te creëren en/of het functioneren te herstellen van bepaalde segmenten van de kredietmarkten die door de crisis fors werden getroffen. Terwijl de aankopen van schuldbewijzen van de particuliere sector vooral tot doel hebben de liquiditeit op een bepaald marktsegment te verzekeren en de *spreads* voor die activa te drukken, is het aankopen van overheidspapier eerder gericht op het afvlakken van de (risicovrije) rentecurve. Beide dragen bij tot het verkleinen van *spreads* en het handhaven of creëren van positieve inflatieverwachtingen, zodat de reële financieringsvoorwaarden voldoende expansief blijven. Ook de meest recente niet-conventionele monetaire-beleidsmaatregelen die de Raad van Bestuur van de ECB op zijn vergaderingen van 7 mei en 4 juni heeft genomen, vallen onder deze noemer.

Het afvlakken van de rentecurve kan tevens worden bewerkstelligd door te communiceren over het toekomstige rentepad en meer specifiek door, zodra de beleidsrente haar ondergrens heeft bereikt, aan te kondigen dat zij gedurende een lange periode op een zeer laag peil zal blijven. Sommige centrale banken zoals de Zweedse Riksbank en de Noorse centrale bank publiceren systematisch hun toekomstig beleidsrentepad, ook onder meer normale omstandigheden. De grote centrale banken doen dat evenwel niet. Enkel de Federal Reserve kondigde in december 2008, nadat ze de beleidsrente tot 0,25 pct. had gereduceerd, aan dat ze de rente gedurende enige tijd («*for some time*») op een erg laag niveau zou houden.

In een open economie kan ook een op wisselkoersdepreciatie gericht beleid de monetaire voorwaarden versoepelen en bijdragen tot het creëren van positieve inflatieverwachtingen<sup>(1)</sup>. Tot nog toe heeft alleen de Zwitserse centrale bank voor een dergelijk beleid geopteerd, namelijk door op 12 maart jongstleden aan te kondigen dat een verdere appreciatie van de Zwitserse frank tegenover de euro zou worden tegengegaan. Het betreft niet toevallig de centrale bank van een kleine open economie. Uiteraard kan, gelet op het gesynchroniseerde en mondiale karakter van de huidige crisis, dit instrument moeilijk als efficiënt worden beschouwd. Niet iedereen kan immers tegelijkertijd depreciëren. Bovendien kan een dergelijk beleid worden ervaren als het exporteren van de eigen problemen («*beggar thy neighbour*») en derhalve protectionistische reacties uitlokken, waardoor de crisis alleen maar verergert.

Ten slotte wordt er in de literatuur vaak op gewezen dat het nastreven van een duidelijke doelstelling voor het prijspeil, en niet voor de jaarlijkse inflatie, de economie beter kan beschermen tegen een deflatoire spiraal. Indien een dergelijke doelstelling voor het toekomstige prijspeil geloofwaardig is, leidt een daling van het prijspeil, als gevolg van een fors negatieve vraagschok, automatisch tot een toename van de inflatieverwachtingen, wat een neerwaarts effect sorteert op de reële rente. Op die manier treedt een automatische stabilisator in werking. Het nastreven van een doelstelling voor het prijspeil is equivalent met het nastreven van een doelstelling voor de gemiddelde inflatie berekend over een langere periode, bijvoorbeeld vijf jaar. Terwijl het grotere stabiliseringspotentieel van een dergelijke strategie duidelijk blijkt uit modelsimulaties, wordt zij tot op vandaag door geen enkele grote centrale bank toegepast. Bovendien argumenteert Walsh (2009) dat het wellicht geen aanbeveling verdient de overstap naar een doelstelling voor het prijspeil precies te maken op het ogenblik dat er deflatie dreigt, onder meer omdat de nieuwe strategie dan niet noodzakelijkerwijs geloofwaardig is.

De mate waarin de verschillende centrale banken de weg van niet-conventionele maatregelen hebben bewandeld en voor welk type maatregel zij hebben gekozen, hangen van verschillende factoren af. Deze allemaal in kaart brengen, is binnen het bestek van dit artikel onmogelijk, zodat we ons beperken tot een korte opsomming van de belangrijkste ervan. Uiteraard is de macro-economische situatie van de respectieve nationale economieën de voornaamste determinerende factor en mag worden aangenomen dat een groter risico van deflatie doorgaans leidt tot een meer uitgesproken monetaire-beleidsreactie. Ook de structurele kenmerken van de verschillende economieën hebben een invloed, vooral wat de keuze van de maatregelen betreft. Zo wordt in het eurogebied tot op vandaag exclusief gewerkt via het bancaire transmissiekanaal, precies omdat de economie zich vooral via de banken financiert. In de Verenigde Staten en in het Verenigd Koninkrijk, daarentegen, werd naar verhouding meer gewerkt naar bepaalde financiële-marktsegmenten toe, omdat rechtstreekse financiering van de economie via de markt er veel belangrijker is. Tot slot kunnen de preferenties van de beleidsmakers verschillen, vooral inzake het vermijden van respectievelijk type-1 en type-2 fouten, wat een impact kan hebben gehad op de uiteindelijke beleidskeuzen.

(1) Volgens sommige economen is dit de meest efficiënte manier om positieve inflatieverwachtingen te creëren (Svensson, 2003).



### Kader 3 – De niet-conventionele monetaire-beleidsmaatregelen van het Eurosysteem

Onmiddellijk na de verscherping van de financiële crisis in september 2008 nam het Eurosysteem een eerste reeks niet-conventionele beleidsmaatregelen die tot op vandaag van kracht zijn. Zo gebeurt de liquiditeitsverstrekking sedert 15 oktober tegen vaste rente en met volledige toewijzing, zodat de vraag naar reserves vanwege de banken volledig geaccommodeerd wordt. Daarnaast wordt een groter gedeelte van de liquiditeit op langere termijn verstrekt. Daartoe werden herfinancieringsoperaties met looptijden van respectievelijk een reserve-aanhoudingsperiode (ongeveer één maand) en zes maanden ingevoerd, naast de reeds bestaande langlopende operaties met een looptijd van drie maanden. Bovendien kunnen de banken bij het Eurosysteem ook liquiditeit opnemen in Amerikaanse dollar en in Zwitserse frank, terwijl euro's ter beschikking worden gesteld van een aantal andere centrale banken teneinde deze in staat te stellen hun tegenpartijen van liquiditeit in euro te voorzien. Ten slotte werd, gelet op de forse toename van de liquiditeitsverstrekking, de lijst van het beleenbare onderpand tijdelijk uitgebreid. Van de meeste van deze maatregelen werd bovendien in een vroeg stadium aangekondigd dat zij (ten minste) tot eind 2009 van kracht zouden blijven.

Een van de gevolgen van deze maatregelen was dat er op het niveau van de geconsolideerde banksector een liquiditeitsoverschot ontstond dat, tegen een penaliserende rentevoet, gestald werd op de depositofaciliteit bij het Eurosysteem. Hierdoor ontstond neerwaartse druk op de daggeldrente. Zo week de EONIA tijdens die periode fors af van de centrale beleidsrente, terwijl de liquiditeitsverstrekking er voordien precies op gericht was de EONIA dicht in de buurt ervan te stabiliseren. Aldus kon een gedeelte van de toegenomen premies in de voor de monetaire-beleidstransmissie belangrijke termijnrentevoeten op het niet-gewaarborgde segment van de geldmarkt worden geneutraliseerd.

In het licht van de aanhoudende neerwaartse risico's voor de prijsstabiliteit besloot de Raad van Bestuur van de ECB op 7 mei en 4 juni tot drie supplementaire maatregelen.

Ten eerste werd de Europese Investeringsbank (EIB) erkend als mogelijke tegenpartij in de herfinancieringstransacties van het Eurosysteem. De finale doelstelling van deze maatregel is de kredietverlening aan de kleine en middelgrote ondernemingen (KMO's) te ondersteunen. Deze maatregel moet de EIB immers helpen te voldoen aan een additionele vraag naar leningen van naar schatting 10 miljard wat, gelet op de gebruikelijke hefboom bij dit soort van leningen, kan leiden tot een totale uitbreiding van het volume leningen aan de KMO's met 40 miljard.

Ten tweede werd besloten ook langerlopende herfinancieringsoperaties met een looptijd van twaalf maanden te verrichten in juni, september en december 2009. Niet alleen zullen deze supplementaire herfinancieringstransacties de structurele liquiditeitsvoorziening verder opvoeren, wat de banken extra comfort biedt, maar bovendien dragen zij ook bij tot het afvlakken van de rentecurve op de geldmarkt. Ook deze operaties worden uitgevoerd tegen een vaste rente en met volledige toewijzing. Terwijl beslist werd de operatie van juni en september tegen de centrale beleidsrente, die op dat ogenblik 1 pct. bedroeg uit te voeren, kan voor de transactie in december de dan geldende centrale beleidsrente eventueel worden vermeerderd met een premie. Vanwege de onderlinge coherentie tussen de verschillende maatregelen, werd tevens besloten de uitbreiding van de lijst van beleenbaar onderpand te verlengen tot december 2010, precies de maand waarin de herfinancieringsoperatie op twaalf maanden van december 2009 zal komen te vervallen.

Ten derde werd besloten een portefeuille gedekte obligaties te kopen voor een bedrag van 60 miljard. Deze aankopen zullen worden gespreid over de periode juli 2009-juni 2010 en zullen zowel op de primaire als op de secundaire markt plaatshebben. Dat specifiek voor gedekte obligaties is gekozen, heeft twee redenen. Ten eerste worden deze obligaties vooral uitgegeven door banken. Door op dit marktsegment, dat zwaar door de financiële crisis is getroffen, de liquiditeit op te voeren en de *spreads* ten opzichte van de risicoloze rente te drukken, wordt er dan ook naar gestreefd de lange-termijnfinanciering van de banken te verbeteren en aldus de kredietverlening aan

de niet-bancaire sector te ondersteunen. Bovendien is de banksector tevens de voornaamste bezitter van gedekte obligaties, zodat ook de aankopen op de secundaire markt de banken van extra liquiditeit voorzien of ze op zijn minst in de mogelijkheid stellen hun hefboom te reduceren zonder dat het volume van leningen aan gezinnen en bedrijven onder druk komt te staan. Zo blijft de supplementaire monetaire-beleidsversoepeling duidelijk gericht op het voor het eurogebied belangrijke bancaire transmissiekanaal. Ten tweede hebben gedekte obligaties een laag risicoprofiel. De bezitter beschikt immers over een dubbele claim: een claim op de emittent van de gedekte obligatie (vaak een bank) en, mocht deze in gebreke blijven, een claim op een *pool* van onderliggende activa (vaak hypothecaire leningen of leningen aan de overheid) die de emittent moet aanhouden om de obligatie te dekken. Op die manier blijft het aan deze aankopen verbonden risico voor het Eurosysteem beheersbaar.

## Conclusies

Sinds september 2008 zijn er zowel in het eurogebied als in de meeste ontwikkelde economieën onmiskenbaar tekenen die wijzen op een verhoogd *ex ante* risico van kwaadaardige deflatie. Een negatieve vraagschok die deels het gevolg is van, maar tevens versterkt wordt door een financiële crisis en die voorafgegaan wordt door het uiteenspatten van een zeepbel voor verschillende activaprijzen, heeft in het verleden reeds vaker geleid tot deflatie. De tijdige en correcte inschatting van dit verhoogde risico van deflatie 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 renteverlagingen aangevuld met de niet-conventionele maatregelen van de centrale banken wereldwijd hebben ervoor gezorgd dat het deflatierisico significant is verkleind. Een dergelijke resolute beleidsreactie staat in scherp contrast met wat ten tijde van de Grote Depressie werd waargenomen. Een en ander heeft er onder meer voor gezorgd dat de inflatieverwachtingen positief en grotendeels verankerd zijn gebleven. De analyse heeft zich, wat dat betreft, toegeespt op het eurogebied (en waar mogelijk ook op België) en aangetoond dat de huidige situatie van (licht) negatieve inflatie naar alle waarschijnlijkheid van korte duur zal zijn. Vervolgens wordt een lage, maar niettemin duidelijk positieve inflatie verwacht. Het basisscenario gaat derhalve niet uit van deflatie en recentelijk zijn in toenemende mate indicatoren beschikbaar gekomen die erop wijzen dat de vrije val van de economie tot stilstand is gekomen.

Toch weet het monetaire beleid zich voor de nabije toekomst voor twee zware uitdagingen geplaatst.

Ten eerste moet worden vermeden dat de prijsdalingen die tijdens de zomermaanden in de inflatiecijfers tot uiting kwamen, zich gaan nestelen in de verwachtingen

betreffende het verloop van het algemene prijspeil en aldus het risico van een deflatoire spiraal zouden vergroten. Daarom moet duidelijk en op een geloofwaardige manier gecommuniceerd worden over de inflatie-analyse. In dit artikel is getracht daar een bijdrage toe te leveren. Meer in het bijzonder werd beklemtoond dat de forse daling van de inflatie tijdens de afgelopen maanden niet op kwaadaardige deflatie wijst, maar op negatieve inflatie ten gevolge van relatieve-prijsaanpassingen en dat er momenteel geen ruim gespreide prijsdalingen zijn. Deze forse vermindering – tot negatieve waarden tijdens de zomermaanden van 2009 – is immers in hoofdzaak terug te voeren op de daling van de ruwe aardolieprijs aan het einde van vorig jaar, wat op zich een factor is die de koopkracht van de olie-importerende economieën ondersteunt en derhalve moeilijk kan worden beschouwd als een mechanisme dat een kwaadaardige deflatoire spiraal op gang brengt. De monetaire-beleidsstrategie van het Eurosysteem bevat alle ingrediënten om deze communicatie-uitdaging aan te gaan. De kwantitatieve definitie van prijsstabiliteit biedt niet alleen een duidelijk anker voor de inflatieverwachtingen. Haar expliciete middellange-termijn oriëntatie geeft bovendien aan dat kortstondige afwijkingen van de inflatie ten opzichte van het peil dat met prijsstabiliteit overeenstemt – naar boven, maar ook naar onder toe – vanuit monetair-beleidssoogpunt minder relevant zijn.

Ten tweede moet het monetaire beleid waakzaam blijven teneinde de in het artikel toegelichte type-1 en type-2 fouten te vermijden. Er heerst immers een ongewoon grote onzekerheid omtrent de macro-economische vooruitzichten, inclusief de inflatieverwachtingen, zowel op korte als op middellange termijn.

Eenzijds kan niet met zekerheid worden gesteld dat het deflatiegevaar definitief geweken is, aangezien er nog neerwaartse risico's bestaan voor het activiteitsverloop.

Zo kan meer bepaald niet worden uitgesloten dat, na een initieel herstel, de economie opnieuw zou gaan krimpen wanneer de in principe kortstondige steun van de heropbouw van de voorraden en van de impulsen van het budgettaire beleid wegvalt of dat het herstel, bijvoorbeeld vanwege aanhoudende problemen in de banksector, trager tot stand komt dan tot dusver werd aangenomen. In beide gevallen kan extra neerwaartse druk op de inflatie ontstaan en kan een verdere monetaire-beleids-versoepeling wenselijk zijn. De Raad van Bestuur van de ECB heeft in dit verband aangestipt dat de beleidsrente op 1 pct. niet noodzakelijkerwijs haar laagste peil heeft bereikt, ook al werd dat niveau tijdens de zomermaanden, gelet op de algemene macro-economische situatie, als gepast bestempeld.

Anderzijds bestaat het risico dat de massale monetaire impulsen van de laatste maanden niet voldoende tijdig worden teruggeschroefd, zeker indien de economie sneller zou aantrekken dan tot dusver werd aangenomen. De ommekeer die de meeste conjunctuurindicatoren en de grondstoffenprijzen de laatste maanden hebben laten optekenen, moet in dit verband uiteraard van nabij worden gevolgd.

## Bibliografie

- Adam K. en R. Billi (2006), *Optimal monetary policy under commitment with a zero bound on nominal interest rates*, Journal of Money, Credit and Banking, vol. 38(7), 1877-1905, October.
- Ahearne A., J. Gagnon, J. Haltmaier en S. Kamin (2002), *Preventing deflation: lessons from Japan's experience in the 1990s*, International Finance Discussion Papers 729, Board of Governors of the Federal Reserve System, June.
- Aucremanne L., M. Collin en T. Stragier (2007), *Assessing the gap between observed and perceived inflation in the euro area: is the credibility of the HICP at stake?*, NBB Working Paper 112.
- Bernanke B. (2002), *Deflation – making sure “it” doesn’t happen here*, Lecture at the National Economists Club, Washington, November.
- Bernanke B. (2009), *The crisis and the policy response*, The Stamp Lecture, January.
- Bini Smaghi L. (2008), *Careful with (the “d”) words!*, Lecture the European Colloquia Series, Venezia, November.
- Bordo M. en A. Filardo (2005), *Deflation in a historical perspective*, BIS Working Paper 186.
- Borio C. en A. Filardo (2004), *Back to the future? Assessing the deflation record*, BIS Working Paper 152.
- Buiter W. (2003), *Should we worry about deflation? Prevention and cure*, McKenna Lecture on International Trade and Economics, November.
- Coenen G. (2003), *Zero lower bound – is it a problem with the euro area?*, ECB Working Paper 269, September.
- Decressin J. en D. Laxton (2009), *Gauging risks for deflation*, IMF Staff Position Note, January.
- De Grauwe P. (2009), *Flexibility gives way to rigidity's virtues*, Financial Times, 22 February.
- Duarte C. (2008), *A sectoral perspective on nominal and real wage rigidity in Portugal*, Bank of Portugal Economic Bulletin, vol. 14(3), Autumn.
- Du Caju P., C. Fuss en L. Wintr (2007), *Downward wage rigidity for different workers and firms, an evaluation for Belgium using the IWFP procedure*, ECB Working Paper 870, December.
- Fehr E. en L. Goette (2005), *Robustness and real consequences of nominal wage rigidity*, Journal of Monetary Economics, vol. 52(4), 779-804, May.
- Gerlach S. (2009), *The risk of deflation*, in *Macroeconomic stability and financial regulation: Key issues for the G20*, CEPR.
- Groth C. en P. Westaway (2003), *Deflation*, Bank of England Inflation Report, February.
- IMF (2003), *Deflation: Determinants, risks, and policy options*, April.
- Instituut voor de nationale rekeningen (2009), *Analyse van de prijzen: tweede kwartaalverslag 2009*.
- Ito T. (2009), *Zero interest rate policy (ZIRP) and quantitative easing (QE)*, in *Macroeconomic stability and financial regulation: Key issues for the G20*, CEPR.
- Jarocinski M. en F. Smets (2008), *House prices and the stance of monetary policy*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 339-366, July.

King M. (1994), *Debt deflation: Theory and evidence*, European Economic Review, vol. 38, 419-45.

NBB (2009), *Jaarverslag 2008: Economische en financiële ontwikkeling*.

Orphanides A. (2009), *The international financial turmoil and the economy*, Lecture at the Institute of Certified Public Accountants, January.

Svensson L. E.O. (2003), *Escaping from a liquidity trap and deflation: The foolproof way and others*. Journal of Economic Perspectives, vol. 17(4), 145-166.

Svensson L. E.O. (2003), *Monetary policy with a zero interest rate*, February.

Taylor J.B. (2009), *The financial crisis and the policy responses: an empirical analysis of what went wrong*, NBER Working paper 14631, January.

Walsh C. (2009), *Using monetary policy to stabilize economic activity*, paper presented at the Jackson Hole Symposium on Financial Stability and Macroeconomic Policy.

White E. (1990), *The stock market boom and crash of 1929 revisited*, Journal of Economic Perspectives, vol. 4(2), 67-83.

White W. (2006), *Is price stability enough?*, BIS Working Paper 205.