



De anti-deflatiedoelstelling van de Fed

Auteur(s):

Middeldorp, M.H.

*De auteur is senior macroeconoom bij Rabobank Financial Markets Research in Utrecht. Menno.Middeldorp@rabobank.com***Verschenen in:**

ESB, 88e jaargang, nr. 4408, pagina 332, 11 juli 2003

Rubriek:

Monitor

Trefwoord(en):

deflatie

Het stelsel van Amerikaanse banken, de Fed, kent geen inflatiedoelstelling. Toch vindt zij deflatie niet wenselijk, en voert dan ook gericht beleid hiertegen.

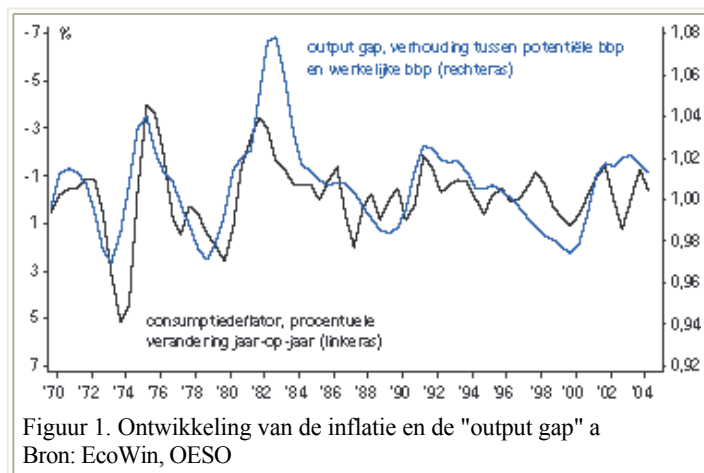
Op 25 juni verlaagde het Amerikaanse stelsel van centrale banken, de Federal Reserve (Fed), haar belangrijkste rentetarief met 25 basispunten naar slechts één procent, het laagste niveau sinds 1958. Dit is de meest recente in een serie van renteverlagingen waardoor de rente met totaal 5,5 procentpunt is verlaagd sinds begin 2001. Als de reële rente in ogenschouw wordt genomen, kan het monetaire beleid als flink stimulerend worden getypeerd; meer dan men bij de huidige economische groei zou verwachten. Bekeken over de afgelopen vijftig jaar komt het huidige tempo van de bbp-groei van twee procent gemiddeld gezien overeen met een reële rente van 1,6 procent, terwijl de huidige reële rente nu -1,1 procent bedraagt¹.

Waarom kiest de Fed voor zo'n stimulerend beleid? Is hierdoor niet het risico aanwezig dat het huidige beleid zich vertaalt in een duidelijke toename van de inflatie? De Fed geeft zelf toe dat zij een ruimer beleid voert dan zij normaliter verantwoord vindt. De ervaringen in Japan hebben de Fed geleerd dat bij een deflatiedreiging een centrale bank buiten de geijkte beleidskaders moet treden en monetair beleid in ruime zin moet voeren. Het rentebeleid is slechts één van de instrumenten die daarbij worden ingezet. Door het uitstippelen van haar actieplan tegen deflatie zet de Fed de financiële markten naar haar hand en zorgt ervoor dat de deflatieverwachting niet toeneemt. De kans lijkt groot dat deflatie voorkomen wordt, maar de prijs daarvoor is een groter risico op inflatie.

Vrees voor deflatie

Voor velen lijkt deflatie het natuurlijke gevolg van de trend van disinflatie van de afgelopen twintig jaar. Recente ervaringen met deflatie in China, Argentinië en met name Japan laten zien dat deze mogelijkheid niet slechts denkbeeldig is. De vrees voor deflatie in de vs komt tevens voort uit de nalatenschap van de hoogconjunctuur van de jaren negentig. Hoge consumenten- en bedrijfsschulden en een enorme vernietiging van vermogen door de daling van de aandelenmarkten zetten een rem op zowel consumenten- als bedrijfsbestedingen.

Ondanks de stimulerende werking van de renteverlagingen van de Fed is de economische groei traag geweest in vergelijking met de Amerikaanse trendgroei. Uit verschillende speeches van beleidsmakers van de Fed blijkt dat zij uitgaan van een trendgroei van boven de drie procent². Vanwege de trage groei sinds de recessie van 2001 is de "output gap" nog groter geworden met als gevolg een neerwaartse druk op de inflatie (zie [figuur 1](#)). De Fed zal een aanhoudende boventrendmatige groei willen zien voordat men aanneemt dat het deflatiegevaar geweken is.



De Fed is vooral bang dat conventioneel monetair beleid via renteaanpassingen niet meer mogelijk is als deflatie optreedt. De nominale

Fed Funds rente kan immers niet lager dan nul procent. Als deze grens wordt bereikt terwijl inflatieverwachtingen dalen of omslaan in deflatieverwachtingen dan kan de reële Fed Funds ongewenst stijgen zonder dat de centrale bank haar rente-instrument kan inzetten.

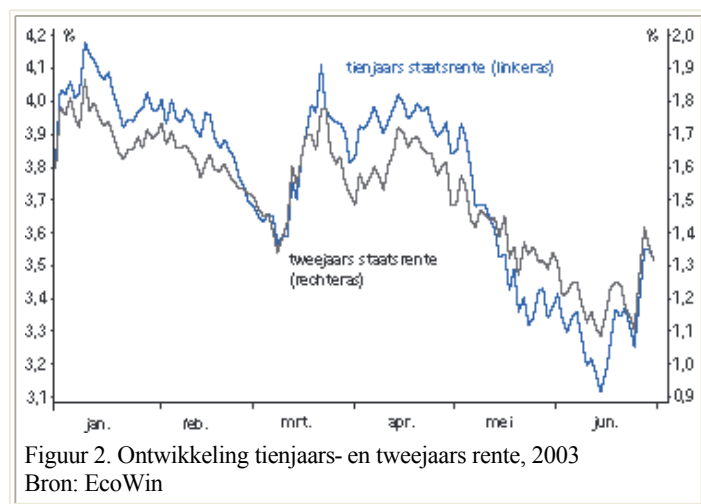
Andere instrumenten

Met de Fed Funds rente op één procent begint het potentieel van conventioneel monetair beleid langzamerhand uitgeput te raken. Uiteraard kan de Fed de kapitaalmarktrente direct beïnvloeden via het aankopen van staatsleningen. Dit beleid is echter voor het laatst toegepast in de periode tussen 1942 en 1951.

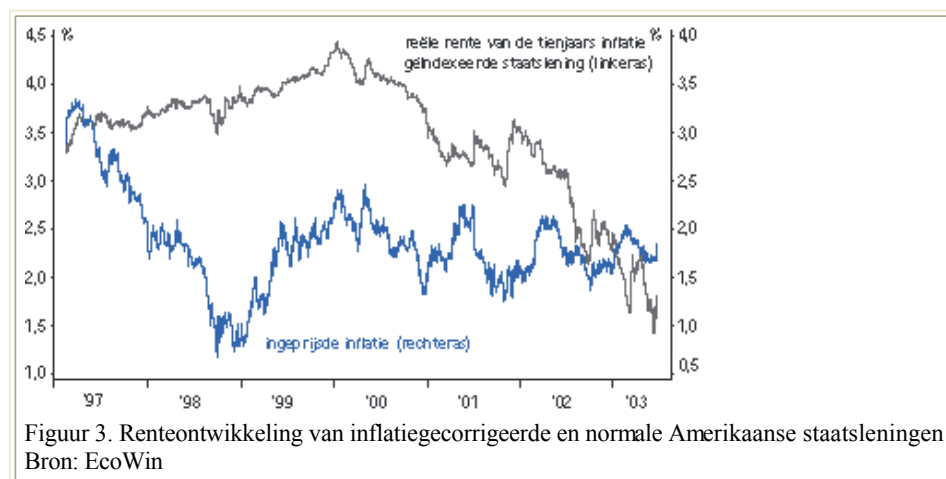
Uitspraken

Dit wil echter niet zeggen dat de Fed geen indirecte invloed kan uitoefenen op rentes met langere looptijden. Naast de doorwerking van renteverlagingen op de kapitaalmarktrente kan de centrale bank ook via haar uitspraken de lange rente beïnvloeden. Ondanks dat de Fed pas eind juni daadwerkelijk de Fed Funds rente heeft verlaagd, kon de centrale bank op deze manier al een flinke daling van vooral de lange rente tot stand brengen. In de verklaring bij de rentevergadering van 6 mei gaf de centrale bank een hint dat zij het monetaire beleid pas zal verkrappen na een aantal kwartalen van bovemtrendmatige groei.

Door simpelweg aan te geven dat de rente voorlopig niet verhoogd zal worden gaf de Fed de aanzet voor een flinke opleving op de obligatiemarkt, doordat een langere periode van lagere rentes werd ingecalculleerd. Later verwees Greenspan in zijn verklaring tegenover het congres ook naar de mogelijkheid van het aanschaffen van staatsobligaties om de rente op een lager niveau te brengen. Ook hier moest de rentemarkt rekening mee houden. Deze acties lijken de stelling van een recent onderzoeksmemorandum van de Fed aardig te onderbouwen³. Kohn en Sack wijzen er op dat "verklaringen en beleidsacties effectieve substituten voor elkaar kunnen zijn" bij een geloofwaardige centrale bank. De tienjaars staatsrente in de vs is in de weken na de beleidsvergadering van 6 mei zo'n tachtig basispunten gedaald. Opvallend daarbij was dat rentes met een langere looptijd sneller daalden dan die met een kortere looptijd. Tijdens de beweging op de obligatiemarkt daalde het verschil tussen de twee- en tienjaars staatsrente met veertig basispunten (zie [figuur 2](#)).



De lange rente in de Verenigde Staten is sinds medio juni weer opgelopen. De markten hadden gerekend op een grotere rentestap van vijftig basispunten en waren teleurgesteld toen de Fed de rente maar met 25 basispunten verlaagde. Daarnaast neemt het optimisme over een groeiherstel in de Verenigde Staten weer toe. Opvallend daarbij is dat inflatieverwachtingen terugkeren. De Fed heeft dan ook een daling van de reële rente tot stand gebracht door enerzijds de lange rente omlaag te praten en anderzijds inflatieverwachtingen te creëren door zich duidelijk te committeren aan het bestrijden van deflatie. Dit blijkt uit het renteverskil tussen inflatiegecorrigeerde en normale Amerikaanse staatsleningen (zie [figuur 3](#)).



Anti-deflatiedoelstelling

Opvallend is dat de Fed deflatieverwachtingen bestrijdt zonder een expliciete inflatiedoelstelling. Het laatstgenoemde zou volgens Fed-

gouverneur Kohn de flexibiliteit van de Fed te veel beperken⁴. Inmiddels heeft de bank echter wel duidelijk aangegeven dat deflatie voorkomen moet worden en dus eigenlijk een soort anti-deflatie-doelstelling aangenomen.

Zowel de rentemarkt (zie [figuur 3](#)) als macro-economen in de vs⁵ gaan er vanuit dat het de Fed zal lukken om deflatie te voorkomen. Dit is een logische reactie als men aanneemt dat het op lange termijn de centrale bank is die het prijs-niveau bepaalt. Deflatie is een monetair fenomeen en het gevolg van beslissingen van de centrale bank die ten slotte de sleutels heeft tot de geldpersen. Terugkijkend naar de jaren dertig ziet men dat landen als Japan en Zweden in staat waren om deflatie te keren zodra het monetaire beleid hier op gericht werd. De Fed voerde daarentegen een te krap monetair beleid omdat zij het niet als haar taak zag om deflatie de bestrijden⁶.

Japanse ervaringen

Aanhoudende deflatie is dan ook alleen mogelijk als een centrale bank een systematische beleidsfout maakt en de deflatoire krachten in de economie onderschat of negeert. Dit gebeurde in Japan in de jaren negentig toen de gevolgen van het uiteenspatten van de zeepbeconomie niet goed werden ingeschat. Vorig jaar verscheen een "discussion paper" van Fed-medewerkers waarin het gedrag van de Bank of Japan werd beschreven⁷. De Japanse deflatie kwam onverwachts waardoor de Bank of Japan achterliep op de ontwikkelingen en zelfs door het verlagen van de rente naar nul procent de dalende prijzen niet meer kon bestrijden. Fed-gouverneur Bernanke concludeerde dan ook dat als deflatie dreigt de centrale bank "preëmptief" moet optreden en "agressiever dan gebruikelijk de rente moet verlagen"⁸.

Deflatiekans

De Fed denkt niet dat deflatie waarschijnlijk is. Maar de Fed heeft lering getrokken uit de ervaringen van Japan in de jaren negentig. Greenspan ziet dan ook het huidige extra ruime beleid als een verzekeringspolis tegen deflatie, waarbij het risico op een duidelijke stijging van de inflatie als premie moet worden gezien.

Om de risico's enigszins in kaart te brengen kan men kijken naar wat het macro-economische model van de Fed (FRB/US) voorspelt met betrekking tot de gevolgen van een renteverlaging door de centrale bank. Een duurzame monetaire verruiming van één procentpunt zou over een periode van twee jaar een opwaarts effect moeten hebben op de inflatie van 0,6 procentpunt⁹. De 5,5 procent renteverlaging die de Fed de afgelopen jaren heeft gerealiseerd, zou volgens hun eigen model een opwaarts effect op de inflatie van 3,3 procentpunt hebben¹⁰. Dit effect wordt onder andere bereikt via een daling van de dollar, een lagere lange rente en een sterkere aandelenmarkt. De handelsongewogen dollar is twintig procent gedeprimeerd en de tienjaars rente is tweeënhalf procent gedaald sinds de eerste renteverlaging. Dit komt aardig in de buurt van hetgeen het model voorspelt. Alleen de aandelenmarkt (s&p 500) is niet gestegen, maar gedaald met dertig procent. Echter, slechts een vijfde van het beoogde stimulerende effect op de economie werkt via dit kanaal. Bovendien wordt de stimulans van de Fed vergezeld door een ruim begrotingsbeleid van de regering-Bush. De belastingverlagingen voor 2003 worden allemaal geïmplementeerd in de tweede helft van het jaar en tellen op tot ongeveer 1,2 procent van het halfjaarlijkse bbp. Het monetaire beleid wordt hierdoor verder versterkt.

Conclusie

De Fed stuurt openlijk op een beleid dat overwegend gericht is op het voorkomen van deflatie terwijl de kans daarop klein wordt geacht. Terwijl andere centrale banken werken met een symmetrische inflatiedoelstelling heeft de Fed in feite gekozen voor een eenzijdige anti-deflatiedoelstelling. De kans is groot dat dit preëmptieve beleid inderdaad deflatie kan voorkomen en dat het niet nodig zal zijn om onconventionele maatregelen in te zetten. De Fed loopt hiermee bewust het risico van duidelijk hogere inflatie.

Menno Middeldorp

1 Hoewel de reële rente strikt genomen de nominale rente min de verwachte inflatie is, worden hier de historische inflatiecijfers gebruikt omdat over deze periode geen indicator beschikbaar is voor de verwachte inflatie.

2 Bijvoorbeeld W. Ferguson, *Development in the US economy: review and outlook*, januari 2002, speech bij de Economic Club of Colorado.

3 D.L. Kohn en B.P. Sack, *Central bank talk: does it matter and why?*, mei 2003
<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/20030620/paper.pdf>

4 D.L. Kohn, *Comments on Marvin Goodfriend's "Inflation Targeting in the United States?"* NBER Conference on Inflation Targeting.

5 *Consensus Economics*, juni 2002. Geen van de 26 economen gepeild door dit blad verwachten deflatie in 2004.

6 T.F. Cargill, *Monetary policy, deflation and economic history*, *Monetary and Economic Studies*, februari 2001.

7 A. Ahearne e.a., *Preventing deflation: lessons from Japan's experience*, juni 2002,
<http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2002/729/ifdp729.pdf>.

8 B.S. Bernanke, *Deflation: making sure it doesn't happen here*, National Economists Club, Washington dc, 21 november 2002.

9 D. Reischneider, R. Tetlow en J. Williams, *Aggregate disturbances, monetary policy, and the macroeconomy: the FRB/US perspective*, *Federal Reserve Bulletin*, januari 1999.

10 Het model veronderstelt dat de economie in evenwicht is als de renteverlaging wordt ingevoerd. Door gebrek aan toegang tot het model zelf wordt hier verondersteld dat de grootte van de reactie evenredig toeneemt met de grootte van de rentestap.

Copyright © 2003 - 2004 Economisch Statistische Berichten (www.economie.nl)