



Deflatie dreigt

Auteur(s):

Jong, J.L.M. de
Adjunct-directeur Economisch Bureau ABN-Amro.

Verschenen in:

ESB, 83e jaargang, nr. 4171, pagina 764, 9 oktober 1998

Rubriek:

Monitor

Trefwoord(en):

conjunctuur, monetair, beleid, economisch, beleid

Van de slechte groei-vooruitzichten gaat een deflatie-dreiging uit, waarvan Europese centrale banken zich onvoldoende bewust zijn.

De verwachting dat de door de crisis getroffen Aziatische economieën in de loop van dit jaar geleidelijk zouden herstellen, is nog niet bewaarheid. Bbp-cijfers over het tweede kwartaal zijn in verschillende landen achtergebleven; het herstructureringsproces van de economieën is veel pijnlijker dan verwacht. In veel landen leidt de sanering in de bankensector tot een contractie van de kredietverlening ('credit crunch'), hetgeen de economie verstikt. Bovendien staat onrust op mondiale financiële markten de instroom van particulier kapitaal vanuit Westerse landen in de weg. Dit verergert de liquiditeitsproblemen en zorgt dat de rente hoger blijft dan gewenst. Ofschoon de betrokken landen slechts een gering deel van de wereldeconomie uitmaken, hebben zij de afgelopen tien jaar meer dan evenredig bijgedragen aan de mondiale economische groei. De verslechtering van economische condities in deze landen heeft daarom gevolgen voor de wereld als geheel.

De situatie in Japan is zorgwekkend. Elk vertrouwen is verdwenen en groeitaxaties worden bijna dagelijks neerwaarts bijgesteld. Hoop op een verbetering is gebaseerd op het eerder dit jaar opgestelde stimuleringspakket, waarvan de eerste maatregelen (het naar het tweede kwartaal vervroegen van publieke werken) echter niet in de bnp-cijfers zijn terug te vinden. Lokale overheden die een deel van het stimuleringspakket moeten uitvoeren (en financieren) verzetten zich. Hun financiële positie is zo slecht dat zij het zich niet kunnen veroorloven.

De politieke impasse over hoe het bankenproblematiek dient te worden aangepakt, is onthutsend. De financiële moeilijkheden van de banken zijn alleen nog maar toegenomen door de koersdalingen op de aandelenmarkt en er dient te worden gevreesd dat diverse banken niet meer voldoen aan de kapitaalvereisten. Daarnaast zullen sommige banken wellicht in liquiditeitsproblemen. Al met al staat ons nog een tumultueuze periode te wachten.

Is Latijns Amerika de volgende?

Ook de situatie in Latijns Amerika verslechtert zienderogen. Colombia en Ecuador hebben hun munt gedevalueerd, terwijl de Mexicaanse peso aanzienlijk gedeprecieerd is. In andere landen worden de munten verdedigd met hoge rentestanden. In Brazilië is de rente opgeschroefd naar 50% om de grote uitstroom aan middelen tot staan te brengen. Zulke rentestanden hebben een sterk negatieve invloed op de conjunctuur. Zelfs als de munt gedevalueerd zou worden, zal het vertrouwen van internationale beleggers niet direct hersteld zijn. Een spoedige omkering van de kapitaalstroom is derhalve niet waarschijnlijk. Een recessie ligt in het verschiet. Of de regering de verdediging van de munt zal volhouden na de verkiezingen van 4 oktober, valt te bezien. Cynici menen dat het nu snel gebeurd zal zijn met het verzet. Echter, als de munt wordt losgelaten riskeert men een nieuwe hyperinflatie; geen aantrekkelijk perspectief. Men kan er daarom vanuit gaan dat de regering zich tot het uiterste tegen een devaluatie zal verzetten en dat zij, wellicht met IMF-kredieten als steun in de rug, een gereede kans van slagen heeft.

Helaas zijn de gevaren van een recessie en een devaluatie niet de enige risico's. Brazilië is er nooit in geslaagd de externe-schuld ratio's naar draagbare niveaus terug te brengen. Als vuistregel geldt dat de verhouding tussen buitenlandse schuld en jaarlijkse exportopbrengsten niet veel hoger mag zijn dan 1,5. In Brazilië bedraagt deze verhouding meer dan 2,5; het land is derhalve sterk afhankelijk van buitenlandse financiering. Mocht zich een combinatie voordoen van recessie en devaluatie dan zal zich bijna zeker ook een acuut betalingsprobleem voordoen ten aanzien van de schuld. Dit zou de onrust op mondiale financiële markten aanmerkelijk vergroten.

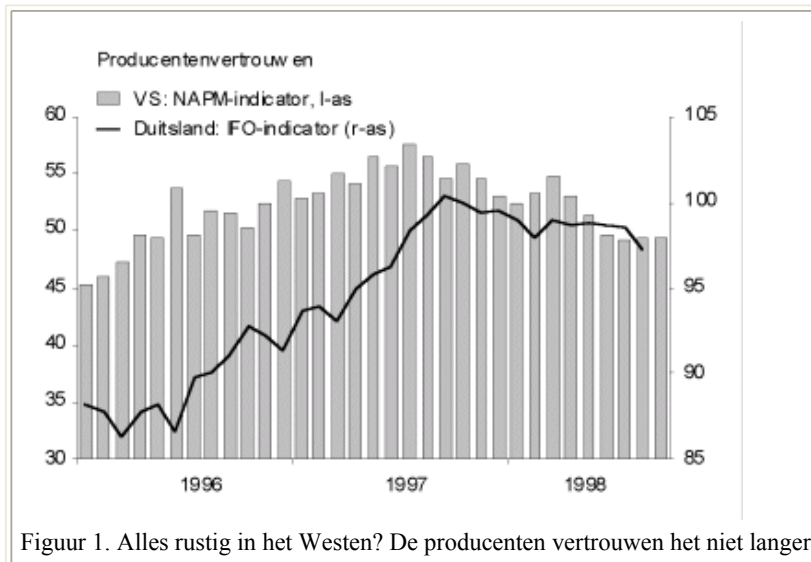
Besmettingsgevaar

De problemen in Azië en Latijns Amerika, en niet te vergeten Rusland, zijn elk op zich al bijzonder ernstig. De onderlinge verbanden maken de situatie explosief. Zo zal een daling van de yen leiden tot druk op de Hongkong-dollar en ook de Braziliaanse munt niet ongemoeid laten. Ook het omgekeerde geldt. Door de internationale verwevenheid van financiële markten en financiële instellingen kunnen problemen in de financiële sector in een land zich zeer eenvoudig verspreiden naar andere landen. In verband bijvoorbeeld met interbancaire kredietverlening kan het faillissement van een bank in een land het bankwezen in een heel ander land forse schade berokkenen. Op deze wijze kan de 'credit crunch' die zich in enkele landen voordoet, zich verspreiden tot in het Westen.

VS en Europa verzwakken

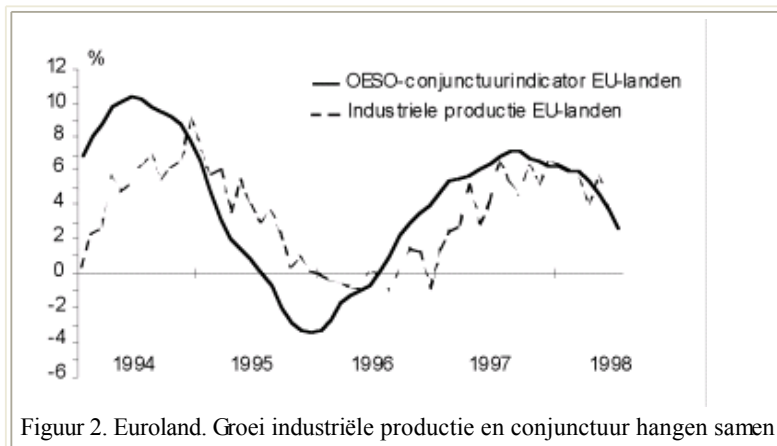
De sleutelvraag is wat West-Europa en de VS kunnen doen om de problemen in de getroffen landen te verlichten en in welke mate zij zelf geraakt zullen worden. In de meeste Westerse landen zijn de economische indicatoren positief en is het vertrouwen groot. In de VS is de arbeidsmarkt krap en de werkgelegenheidsgroei fors. Daarnaast ontwikkelt de bouwsector zich krachtig. De monetaire verruiming is een additioneel argument van groei-optimisten. Desondanks zegt Greenspan terecht dat *"it is just not credible that the US, or Europe for that matter, can remain an oasis of prosperity, unaffected by a world that is experiencing greatly increased stress"*.

Er zijn dan ook tekenen die erop wijzen dat zowel de VS als Europa getroffen zullen worden door een aanzienlijke groeivertraging gedurende de komende twaalf maanden. Zo is het groeitempo van de bedrijfswinsten al enige tijd aan het verzwakken en ligt het bijvoorbeeld in de VS niet meer ver boven nul. Tegelijkertijd heeft de industriële sector, zowel in de VS als in Duitsland, al veel aan momentum ingeboet. [figuur 1](#) van de Amerikaanse NAPM en de Duitse IFO-index geeft aan dat een verzwakking zich begon af te tekenen in het derde kwartaal vorig jaar. De NAPM is zelfs al door het 'boom bust'-niveau van vijftig gezakt en ook het augustuscijfer van de IFO-index was fors lager dan verwacht. Een opvallende ontwikkeling in de Duitse industrie is de snelle opbouw van voorraden. Het betreft hier ongetwijfeld onvrijwillige voorraadopbouw en bedrijven zullen hun productieniveau naar beneden brengen om op de voorraden in te teren.



Figuur 1. Alles rustig in het Westen? De producenten vertrouwen het niet langer

Er wordt wel betoogd dat men zich geen al te grote zorgen hoeft te maken nu de dienstensector nog goed draait. Dit is een gevaarlijke gedachte. Omslagen in de conjunctuur worden vaak aangezwengeld in de industrie ([figuur 2](#)).



Figuur 2. Euroland. Groei industriële productie en conjunctuur hangen samen

Verder is het interessant dat Greenspan recent betoogde dat niet alleen de consumentenbestedingen de laatste jaren ondersteund zijn door de aandelenmarkt, maar ook de bouw. Het zijn juist deze twee sectoren waar de groei-optimisten hun vertrouwen op baseren. Een klimaat van mondiale groeivertraging is echter onverenigbaar met een ontwikkeling van aandelenkoersen zoals we die de afgelopen jaren hebben gezien. Zo kan een lichte vertraging via koersverliezen en vervolgens via vermogenseffecten op consumptie en de bouw een zich zelf versterkend neerwaarts proces in gang zetten. Voortgaande onrust op financiële markten kan derhalve leiden tot een abrupte verzwakking van bestedingen. Ook in Europa kunnen de komende maanden wel eens zeer ontvondend zijn.

Deflatie

Niet alleen worden de factoren die op een afkoeling duiden overweldigend, ook is er een reële dreiging dat een komende recessie gepaard gaat met deflatie: een daling van de prijzen van goederen, diensten en vermogenstitels.

De combinatie van recessie en deflatie is uiterst pijnlijk. Door de deflatie neemt de schulden- en financieringslast van debiteuren toe in reële termen (als de rente niet sneller naar beneden wordt gebracht dan het deflatietempo). Een normale recessie kan worden bestreden met een lagere rente, maar bij gecombineerde recessie en deflatie is dit veel moeilijker. Uiteindelijk vormt de schuldenlast een molensteen

om de nek van de economie en is de enige uitweg schuldsanering. Dit vormt een bedreiging voor het gehele financiële bestel.

Japan verkeert duidelijk in een situatie van deflatie. De daling op de aandelen- en onroerendmarkten van tien jaar geleden hebben daarbij een belangrijke rol gespeeld. Ook andere landen in Azië verkeren momenteel feitelijk in deflatie.

Een conjuncturele verzwakking in één land kan zich via onderlinge handel naar andere landen verplaatsen. Ook prijsniveaus van verhandelbare goederen in verschillende landen staan met elkaar via handel en concurrentie in contact. Ingewikkelder, maar niet minder belangrijk, zijn de schakels via de financiële sector. De groeivertraging in grote delen van de wereld tast de winstverwachtingen voor Westerse bedrijven aan, zelfs als de eigen conjunctuur (aanvankelijk) niet veel zou merken. Dit kan zijn weerslag hebben op Westerse aandelenmarkten. Daar komt bij dat bedrijven, financiële instellingen en beleggers die activa bezitten in door deflatie getroffen landen (boek)verliezen lijden. Dit verslechtert uiteraard hun vermogenspositie. Indien hun kredietverschaffers vervolgens op het terugbetalen van kredieten aandringen, zullen zij gedwongen zijn activa af te stoten. Dit kan de prijzen van activa in het Westen onder druk zetten. Banken kunnen hierdoor minder scheutig worden in hun kredietverlening. In de Senior loan officer survey van medio September vond de Federal Reserve dat banken in de VS de kredietvoorwaarden ten opzichte van bedrijven en particulieren aanmerkelijk hadden verscherpt. Ook de diverse renteopslagen die klanten in rekening worden gebracht bleken fors hoger. Dit heeft ongetwijfeld een rol gespeeld bij renteverlaging door de Fed eind september. De internationale verwevenheid van financiële instellingen maakt het verder mogelijk dat moeilijkheden in de banksector in een land overslaan naar een ander land. Dat de autoriteiten hierover bezorgd zijn bleek wel toen de Fed Long-Term Capital Management redde, een groot hedgefund, doorgaans niet het soort instelling dat monetaire autoriteiten te hulp schieten.

Stimuleren en verruimen

De benodigde beleidsreacties zijn duidelijk. Beleidsmakers in opkomende markten moeten doorgaan met structurele hervormingen, om zo de uitstroom van particulier kapitaal op een zo natuurlijk mogelijke wijze tot staan te brengen. De Westerse autoriteiten moeten groei stimuleren en alert zijn op negatieve ontwikkelingen in de financiële sector. Het is onmogelijk te kwantificeren hoe groot de kans is dat het Westen in een deflatie glijdt. Misschien is die kans zeer gering, maar de gevolgen zijn dusdanig ernstig dat er geen risico's mogen worden genomen. Als de eerste tekenen zich aandienen, is de effectiviteit van de instrumenten mogelijk al verloren. Bovendien dienen de reeds getroffen landen te worden gesteund.

Eerder werd in deze bijdrage betoogd dat een abrupte conjuncturele verzwakking een serieuze dreiging is. Daarom is snelle actie geboden. Zowel budgettair beleid als monetair beleid dienen te worden ingezet. De lage inflatie en de staat van de overheidsfinanciën bieden beleidsruimte. Er dient echter gevreesd te worden dat de visie bij het begrotingsbeleid te rigide zal zijn. Vooral in Europa, maar ook in de VS, zijn beleidsmakers geobsedeerd met het terugdringen van tekorten (of het handhaven van overschotten). Aan automatische stabilisatoren zal wellicht zelfs nog niet eens de volledige ruimte worden gegund, waardoor het beleid per saldo pro-cyclisch zal zijn. De aanpassingslast zal derhalve volledig op de schouders van de makers van het monetaire beleid rusten.

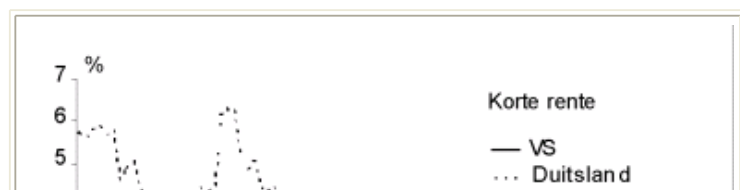
Renteverlaging helpt ...

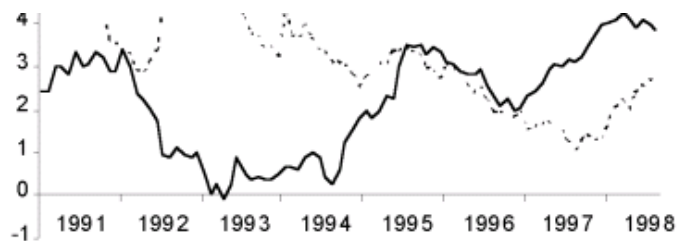
Er wordt wel, soms onder verwijzing naar Japan, beweerd dat renteverlaging in het Westen niet helpt. Dit is een gevaarlijke misvatting. Uiteraard is rentedaling in de VS en Europa alleen niet voldoende om alle problemen op te lossen, maar het is wel buitengewoon noodzakelijk en een cruciaal element van een totaal-oplossing. Bedacht dient te worden dat het proces van monetaire versoepeling in Japan plaatsvond toen deflatie al had toegeslagen, waarbij het tempo van rentereductie juist te laag was. Bovendien worden met een lagere rente diverse vliegen in een klap geslagen. Vanzelfsprekend stimuleert het de binnenlandse conjunctuur, hetgeen van belang is in verband met de komende groeivertraging. Tevens steunt het het bankwezen, hetgeen het risico van een 'credit crunch' vermindert. Daarnaast draagt het wellicht bij tot enig vertrouwensherstel, hetgeen behulpzaam kan zijn bij het tot staan brengen van de daling van aandelenprijzen. Ook vergroot het de kans op een omkering van de kapitaalstroom van opkomende economieën naar het Westen.

... maar zal het ook gebeuren?

Het valt ten eerste te betreuren dat de monetaire autoriteiten in de VS enerzijds en die in Europa anderzijds het oneens lijken te zijn over de diagnose en de te volgen beleidsactie. De Fed lijkt voorstander van gecoördineerde renteverlaging maar Europa is minder enthousiast. Het ware zoveel beter voor het vertrouwen als de belangrijkste monetaire autoriteiten eensgezindheid zouden uitstralen. De Fed heeft de logische conclusie getrokken en heeft reeds een kleine versoepeling doorgevoerd. Dit heeft tot een voorspelbare verzwakking van de dollar geleid. Aangezien dit niet de laatste stap van de Fed zal zijn, is de dreiging van een nog lagere dollar reëel. Op die manier zal Europa alsnog zijn gedwongen te volgen, maar de schade aan de conjunctuur en de geloofwaardigheid van de beleidsmakers kan aanzienlijk zijn.

Ofschoon financiële markten reeds rekening houden met een behoorlijke verlaging van de Amerikaanse rente - nog zo'n 75 basispunten lijkt verdisconteerd op een termijn van twaalf maanden - wijst veel erop dat de Fed nog agressiever te werk zal gaan. Niet alleen worden de mondiale economische problemen steeds groter, ook enkele binnenlandse factoren ondersteunen die visie. Zo is de reële korte rente over de laatste tien jaar gemiddeld zo'n 2 á 2,5% geweest, maar bedraagt deze momenteel ongeveer 4% (figuur 3). Uiteraard worden de cijfers hevig beïnvloed door de huidige lage inflatie, maar er moet verondersteld worden dat de mondiale groeivertraging een stijging van de inflatie zal voorkomen. De vraag is of de Fed de moed zal hebben om een heel forse versoepeling door te voeren. In de periode 1990-1992 werd de Amerikaanse officiële rente 525 basispunten verlaagd, van 8,25% tot 3%. Indien de Fed dat nodig vindt, zal zij zeker niet schromen ook nu tot een significante renteverlaging over te gaan. Uiteindelijk zal er ook voor de Europese monetaire autoriteiten niets anders opzitten dan de rente te verlagen, hiertoe wellicht aangezet door een zwakkere dollar.





Figuur 3. Korte rente stijgt