

Overdreven inflatievrees

Er is waarschijnlijk geen serieuze inflatiegolf te verwachten in de mondiale economie. Ontwikkelingen in zowel de reële als de monetaire economie zijn in de voorgaande jaren geen aanleiding voor een stijgende inflatie.

Om goed te kunnen begrijpen waarom de inflatierisico's momenteel laag zijn, moet voorbij de krantenkoppen (Algemeen Dagblad, 2009; Het Financieel Dagblad, 2009) gekeken worden naar de onderliggende economische dynamiek die van invloed is op de ontwikkeling van inflatie. In het standaardmodel voor inflatieverwachtingen, de zogenaamde Phillips-curve (Phillips, 1958) kan inflatie door twee gebeurtenissen worden aangewakkerd: doordat een economie boven haar potentieel produceert, of doordat de inflatieverwachtingen gaan stijgen. In formule:

$$\pi = \pi^e + a(y - y^p)$$

waarbij π de inflatie is, π^e de verwachte inflatie en $y - y^p$ de *outputgap*, de feitelijke productie minus het potentiële productieniveau. Volgens dit theoretische raamwerk kunnen onder meer beleidswijzigingen de inflatie aanwakkeren. Ten eerste door de bestedingen te stimuleren waardoor het bruto binnenlands product tot boven het potentiële niveau wordt gestuwd, met inflatie als gevolg. Ten tweede door ervoor te zorgen dat inflatieverwachtingen van het publiek stijgen, waardoor de prijzen vooruitlopend op een hogere inflatie stijgen.

Outputgap

Maar wat betekent dit, als we terugkeren naar de realiteit, voor de inflatievooruitzichten? Zoals figuur 1 laat zien, gaat het IMF (2009) in zijn berekeningen ervan uit dat de outputgap tot 2014 geen serieus inflatierisico vormt. De wereldwijde outputgap sloeg in 2008 om naar negatief en is tot op heden alleen maar groter geworden. Dit betekent dat de kloof tussen de potentiële productie en de reële productie nog steeds toeneemt. Reële factoren zullen nog lange tijd een sterk deflatoire kracht uitoefenen: de berekeningen van het IMF wijzen op deflatie in plaats van inflatie, vooral in 2010.

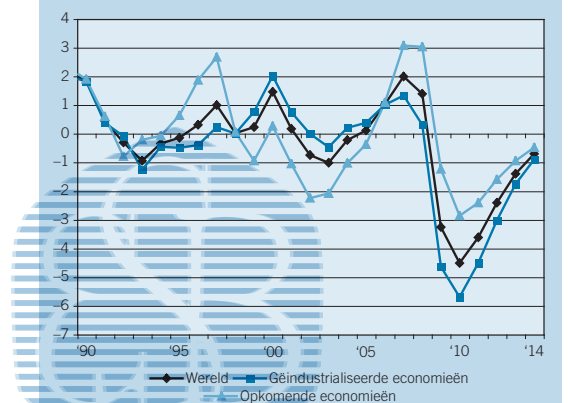
Statistische relaties

Zelfs wanneer de outputgap en de inflatiegevolgen daarvan buiten beschouwing worden gelaten, zijn er nog andere krachtige tekenen dat een zwak herstel van de reële economie niet tot inflatie zal leiden.

Wanneer als uitgangspunt wordt genomen dat inflatie uiteindelijk altijd een monetair verschijnsel is, begint inflatie met contante middelen en reserves in het bancaire systeem. Dit is de zogenaamde monetaire basis. Wanneer de centrale bank in een normaal functionerend banksysteem de monetaire basis vergroot, leidt dit tot versterkte kredietverlening door banken. Banken lenen hun overvloedige kasmiddelen uit, die vervolgens worden besteed en weer bij de banken worden teruggestort. Dat creëert vervolgens weer nieuw leenvermogen voor banken en nieuwe stortingen. Zo bedroeg de geldmultiplier in de Verenigde Staten begin vorig jaar rond de negen. Met andere woorden, een dollar aan monetaire basis leidde tot circa negen dollar aan bankkrediet. Onder normale omstandigheden zou deze enorme balansverlenging door centrale banken tot een flinke toename van de koopkracht van consumenten leiden, met inflatie als gevolg. Er is echter niets normaal aan de huidige economische omgeving: de zeer scherp gedaalde geldmultiplier impliceert immers dat banken bijna geen geld meer uitlenen en de sterke toename van de monetaire basis leidt daardoor tot een opeenhoping van extra bankreserves. Figuur 2 laat zien dat de monetaire basis in de Verenigde Staten omhooggeschoten is, terwijl de Amerikaanse geldmultiplier zeer sterk is afgenomen. Met andere woorden, het basisgeld heeft tegenwoordig veel minder dan voor de crisis een leenvermogen omdat het veel minder vaak wordt vermenigvuldigd. De ervaring leert dat herstelfases na recessies niet het gevolg zijn van kredietgroei. Zo bestond er in de Verenigde Staten tussen 1951 en 2008 met 0,22 een zeer lage correlatie tussen de bancaire

Figuur 1

De outputgap van de wereldwijde economie (percentage jaar-op-jaar).



Bron: IMF, 2009 1916

kredietverlening aan bedrijven en de economische groei. Sterker nog, de correlatie tussen deze twee variabelen neemt aanzienlijk toe naar 0,50 als op de kredietgroei een vertragsfactor van drie kwartalen wordt toegepast. Ofwel, het economische herstel loopt vooruit op een toename van de kredietgroei en wordt dus in de beginfase ondersteund door lopende inkomsten van particulieren en bedrijven (kader 1).

Inflatieverwachtingen

Het monetaire beleid van vandaag kan morgen toch tot een hoge inflatie leiden door middel van de eerste term (π^e) van de Phillips-curve: de inflatieverwachtingen. De inflatie kan simpelweg oplopen omdat mensen verwachten dat de inflatie gaat oplopen en hun lonen en prijzen dienovereenkomstig aanpassen om te voorkomen dat zij door een oplopende inflatie verrast worden.

In de huidige economische omgeving kunnen inflatieverwachtingen door drie theoretische ontwikkelingen stijgen. Allereerst kan een hoge en stijgende werkloosheid centrale banken ertoe aanzetten om

Kader 1

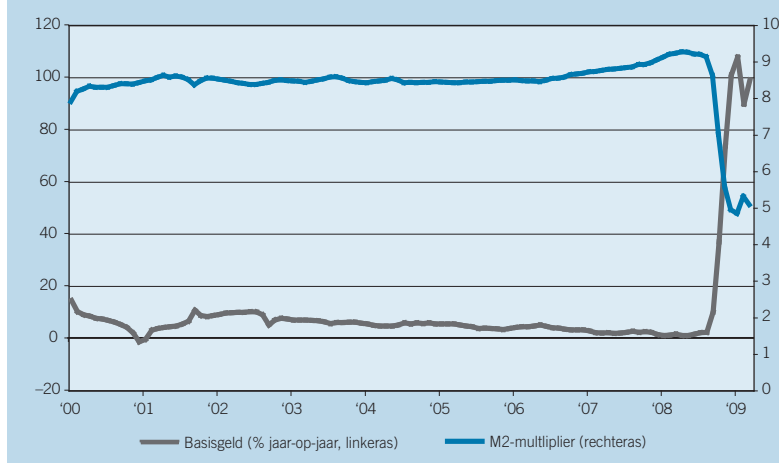
Granger-causaliteit

Een correlatie zegt niets over of er een causaal verband bestaat tussen de twee variabelen. Om dit op te lossen is de Granger-causaliteitstest toegepast om te zien of er een causaal verband bestaat tussen het bruto binnenlands product en de kredietverlening. De Granger-causaliteitstest is een techniek om te bepalen of op basis van een tijdserie een andere tijdserie voorspeld kan worden. Bij tijdserie x is sprake van Granger-causaliteit ten opzichte van tijdserie y indien aangetoond kan worden dat deze x -waardes statistisch significante informatie over de toekomstige waardes van y verschaffen. Uit deze test blijkt dat een bbp-waarde in periode t significante informatie voor de waarde van de kredietverlening in $t+1$ bevat. Een daling of een stijging van het bbp in periode t is dus van directe invloed op de ontwikkeling van de kredietgroei in periode $t+1$. Op het eerste gezicht lijken de uitkomsten van deze econometrische waarnemingen contra-intuïtief, omdat de gangbare gedachte is dat een groei van de kredietverlening tot economische expansie leidt. De realiteit is klaarblijkelijk dat bedrijven pas weer geld gaan lenen wanneer zij duidelijke tekenen van economisch herstel zien. Wanneer deze econometrische waarnemingen als uitgangspunt worden genomen in combinatie met een verwacht zwak economisch herstel de komende jaren, niet alleen in de Verenigde Staten maar ook in andere grote economieën zoals de eurozone en Japan, en deels doordat de kredietverlening door banken door de kredietcrisis zichtbaar is gedaald, dan is het gevaar klein dat kredietgroei tot oplopende inflatie zal kunnen leiden.

SINDS 1916

Figuur 2

Monetaire basis en geldmultiplier in de Verenigde Staten.

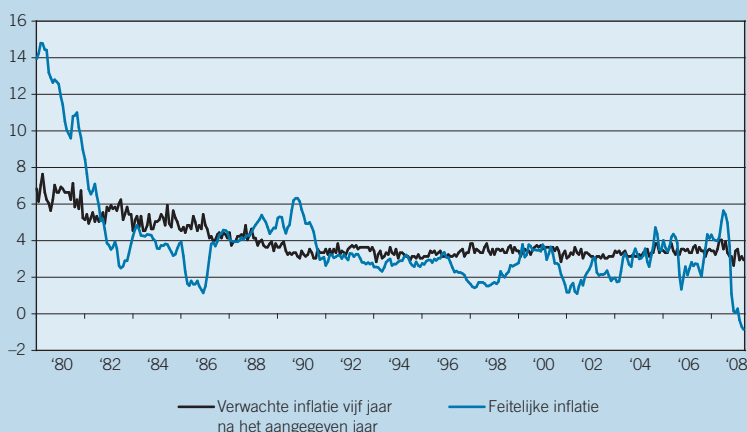


Bron: Thomson Financial, 2009

het monetaire beleid agressief te verruimen, door bijvoorbeeld de beleidsrente fors te verlagen om zo de economie te stimuleren. Stelselmatige pogingen om gebruik te maken van de wisselwerking tussen inflatie en productie kunnen ook een averechtse uitwerking hebben, doordat bijvoorbeeld producenten hun inflatieverwachtingen naar boven bijstellen en de productie niet verhogen. Een zeer ruim monetair beleid kan hierdoor als onverantwoord en inflatoir worden gezien. Daarnaast vloeit het risico van oplopende inflatieverwachtingen voort uit de wisselwerking tussen het begrotingstekort en het monetaire beleid. In Amerika en andere landen worden de overheden de komende jaren wat hun begrotingstekort en schuldenlast betreft met enorme uitdagingen geconfronteerd. In deze landen zijn de tekorten fors opgelopen, wat een grote schuldenlast betekent. Normaal gesproken zal een onafhankelijke centrale bank niet bereid zijn om de reële waarde van de schuldenlast te beperken door inflatie te creëren. In de huidige economische omgeving neemt de politieke druk op centrale banken om de overheden te helpen echter toe. In de Verenigde Staten loopt de vierjarige ambtsperiode van Bernanke als voorzitter van de Federal Reserve (Fed) in januari 2010 af. Een populistische opvolger, die benoemd wordt door politici, kan in de verleiding worden gebracht om de reële waarde van de schuldenlast te beperken door inflatie te creëren. Zelfs zonder expliciete politieke druk kan de Fed toch zelf besluiten om de inflatie op te laten lopen, om zo een impliciet faillissement van de overheid af te wenden, omdat een hogere inflatie de nominale schuldenlast van de overheid vermindert en daardoor het aflossen van schuld makkelijker wordt. Het risico van een impliciet overheidsfaillissement neemt vanzelfsprekend toe wanneer de schuldenlast groter wordt en de overheid steeds meer problemen ontmoet in het nakomen van haar verplichtingen. Gegeven de toename van de schuld/bbp-ratio (Thomson Financial, 2009) in de komende paar jaar is dit een reëel probleem, met name in een scenario van langdurig zwakke groei. Het laatste risico heeft betrekking op de functie van geld als opslagmedium voor economische waarde. In een omgeving met lage inflatie wordt geld gebruikt als waardeopslagplaats. Het risico van een hogere inflatie kan beleggers echter naar andere waarden, zoals goud, voeren waarmee zij zich beter tegen inflatie kunnen beschermen. Met andere woorden, een langdurige periode van extreem ruim monetair beleid kan ertoe leiden dat de geloofwaardigheid van een centrale bank in twijfel wordt getrokken, omdat het publiek het monetaire beleid als niet verantwoord interpreteert, met als gevolg dat beleggers geld minder gaan vertrouwen als waardeopslagplaats. Het gevolg kan zijn dat geld massaal van de hand wordt gedaan, waardoor het in waarde vermindert, in termen van goederen, zodat inflatie ontstaat. Van de hiervoor beschreven drie theoretische mogelijkheden kunnen vooral de tweede optie, wisselwerking tussen begrotings- en monetaire beleid, en de derde mogelijkheid, geld als opspottmiddel, in de toekomst tot stijgende inflatieverwachtingen leiden.

Figuur 3

Feitelijke en verwachte inflatie in de Verenigde Staten (percentage jaar-op-jaar).



Bron: Thomson Financial, 2009

Een hoge en nog steeds stijgende werkloosheid, die kan leiden tot hogere inflatie, kan centrale banken in de verleiding brengen om agressiever te verruimen. Vooraanstaande centrale banken zoals de Fed, de Bank of Japan en de Bank of England hebben hun beleidsrente al drastisch verlaagd tot bijna nul en passen al kwantitatieve verruiming toe om de nadelige gevolgen van de kredietcrisis te bestrijden. De Europese Centrale Bank (ECB) loopt weliswaar wat achter, maar heeft de beleidsrente sinds 1 juli 2008 wel met 350 basispunten verlaagd tot een procent. Bovendien heeft ECB-president Jean-Claude Trichet na de recente renteverlaging in mei aangekondigd de ECB-herfinancieringsoperaties uit te breiden. Ook heeft Trichet aangekondigd dat de ECB een portefeuille van gedekte obligaties gaat opbouwen, wat ook als een vorm van kwantitatieve verruiming gezien kan worden.

In het algemeen worden de acties van de grote centrale banken door marktpartijen overal ter wereld als noodzakelijk gezien. In de huidige omgeving, waarin de economische neergang wereldwijd synchroon verloopt, willen centrale banken juist graag iets van inflatie of inflatieverwachting creëren. Immers, het bevechten van structurele deflatie is veel moeilijker dan het bevechten van inflatie. De ervaringen van Japan in de jaren negentig vormen daar het belangrijkste bewijs van. Toen eenmaal door de economische malaise in dat land prijsstijgingen omsloegen in prijsdalingen duurde het, alle beleidsinspanningen ten spijt, jaren voordat deflatie over was. Overal ter wereld is de inflatie de afgelopen maanden aanzienlijk gedaald als gevolg van afnemende consumentenvraag en gedaalde grondstofprijzen.

Wanneer we kijken naar de Verenigde Staten (figuur 3) dan valt op dat de inflatieverwachtingen momenteel aanzienlijk boven de feitelijke inflatie liggen. Dat betekent echter niet dat de inflatieverwachtingen de laatste tijd aanzienlijk gestegen zijn. Integendeel, het huidige positieve verschil tussen de verwachte inflatie en de feitelijke inflatie kan volledig worden toegeschreven aan het feit dat de feitelijke inflatie als gevolg van gedaalde grondstoffenprijzen en een teruglopende vraag sterk gedaald is. De inflatieverwachtingen schommelen al sinds het begin van de jaren negentig tussen de drie procent en vier procent. De Fed heeft de inflatieverwachtingen dus al bijna twintig jaar met succes stabiel weten te houden. Hieruit blijkt dat het Amerikaanse publiek veel vertrouwen heeft in zijn centrale bank en past om die reden, ondanks de grote schommelingen in de feitelijke inflatie, zijn inflatieverwachtingen niet zo makkelijk aan.

Terugdraaien van de kwantitatieve verruiming

Alhoewel de markten de huidige actie van centrale banken als uiterst noodzakelijk zien om de zeer scherpe economische teruggang en het voortdurend disfunctioneren van de kredietmarkt tegen te gaan, en alhoewel de huidige inflatieverwachtingen goed stabiel lijken, kan de stemming onder het publiek in

de toekomst toch veranderen. Wanneer dit gebeurt, moeten de centrale banken hun uiterste best doen om de huidige kwantitatieve verruiming tijdig en ordentelijk terug te draaien. Er zijn actieve en passieve exit-strategieën mogelijk. Bij een passieve strategie verkorten centrale banken hun balans geleidelijk, omdat kortlopende instrumenten aflopen. Indien de passieve strategie te langzaam werkt, kunnen centrale banken door een actieve strategie krediet- en andere instrumenten die zij opgekocht hebben, weer verkopen en op die wijze reserves aan het systeem onttrekken.

Voorts kunnen centrale banken zelf schuld papier uitgeven of het ministerie van Financiën vragen om extra schuld papier uit te geven en het geld bij de centrale bank te stallen. Op deze wijze worden reserves aan het bancaire systeem onttrokken en wordt voorkomen dat de leen- en geldhoeveelheid toenemen.

Naarmate banken en kredietmarkten sneller hun traditionele rol van kredietverlening aan het publiek weer oppakken, zal het waarschijnlijker zijn dat centrale banken actief moeten participeren in het terugdraaien van kwantitatieve verruiming.

Conclusie

Niet alleen onder de huidige economische omstandigheden, maar ook de komende jaren lijkt de huidige overdreven inflatievrees niet terecht. Zoals blijkt in het geval van de Verenigde Staten, veranderen de inflatieverwachtingen van het publiek niet zo makkelijk. Met andere woorden, de historische inflatieprestaties van centrale banken spelen een belangrijke rol bij de bepaling van inflatieverwachtingen. Ten tweede beschikken de centrale banken over voldoende exit-strategieën om de huidige kwantitatieve verruiming terug te draaien zonder veel inflatie in de toekomst te creëren, zelfs indien de stemming van het publiek verandert. Daarbij dient wel vermeld te worden dat het bij een krachtig economisch herstel voor centrale banken makkelijker is om hun recente maatregelen terug te draaien, omdat het onttrekken van geld uit de samenleving door de verkoop van waardepapieren minder pijn doet dan in een omgeving met een zwak economisch herstel. In het geval van een zwak herstel moeten de centrale banken echter hun uiterste best doen om de posities op hun balans op ordelijke wijze weer terug te draaien. Centrale banken zouden immers een beginnend economisch herstel niet willen bemoeilijken.

LITERATUUR
 Algemeen Dagblad (2009) *Inflatievrees op Wall Street*. 10 juni 2009.
 Het Financieele Dagblad (2009) *Nieuwkomer wakker tweespalt in ECB aan*. 16 mei 2009.
 IMF (2009) *World economic outlook*. Washington D.C.: IMF.
 Phillips, W. (1958) *The relationship between unemployment and the rate of change of money wages in the United Kingdom 1861-1957*. *Economica*, 25(100), 283-299.
 Thomson Financial (2009) www.thomsonreuters.com.