

Structurele hervormingen remedie tegen Japan-scenario

De lage en dalende inflatie in het eurogebied wordt door velen als een zorgelijke ontwikkeling gezien, mede vanwege het effect op de reeds hoge schuld niveaus. Uit empirisch onderzoek volgt echter dat het effect van milde deflatie op schuld beperkt is en dat aanbodgedreven deflatie op termijn zelfs positief bijdraagt aan concurrentiekracht en economische groei. Deze ontwikkeling kan plaatsvinden in Zuid-Europese landen, mits structurele hervormingen worden doorgevoerd.

JESPER HANSON
Beleidsmedewerker
bij het Ministerie
van Financiën

SERGE VAN KNIPPENBERG
Coördinerend
beleidsmedewerker
bij het Ministerie
van Financiën

Sinds de laatste piek in oktober 2011 is het geharmoniseerde inflatieniveau (HICP) in het eurogebied met 2,5 procentpunt afgenomen naar een gemiddeld niveau van 0,5 procent in juni 2014. De inflatie in de zuidelijke eurolanden ligt onder dit gemiddelde. Zo kenden Griekenland en Portugal in juni zelfs een negatief HICP-inflatie niveau, terwijl de inflatie in Spanje en Cyprus 0 procent bedroeg.

Het inflatieverschil met de noordelijke eurolanden is belangrijk. In de eerste jaren van de euro is de concurrentiepositie van de zuidelijke landen aangetast doordat de loonkosten sneller stegen en de inflatie hoger was dan in het noorden. Het feit dat de inflatie in zuidelijke eurolanden nu lager is, is een noodzakelijke inhaalslag ten opzichte van noordelijke eurolanden. Omdat landen in een muntunie hun concurrentiepositie niet via devaluatie kunnen verbeteren, zijn relatieve prijsaanpassingen en productiviteitsverhogende structurele hervormingen de enige beschikbare instrumenten om de internationale concurrentiepositie te herstellen. In dat opzicht vormt lagere inflatie in zuidelijke eurolanden een teken van herstel van de

concurrentiepositie en is daarmee uiteindelijk positief voor de afbouw van de hoge externe schulden waar deze landen mee kampen. Dit terwijl de literatuur, zoals O'Rourke en Taylor (2013), zich vaak richt op het negatieve effect dat deflatie op economische groei kan hebben via uitstel van consumptie en een opwaartse druk op het reële schuld niveau.

AARD VAN DEFLATIE BEPAALT EFFECT OP GROEI

Niet alle deflatieperiodes zijn echter vergelijkbaar en de vaak veronderstelde negatieve groei-effecten van deflatie volgen dan ook niet eenduidig uit empirisch onderzoek. Atkeson en Kehoe (2004) onderzoeken de relatie tussen inflatie en reële economische groei voor zeventien landen in een tijdvak van ruim honderd jaar en vinden geen verband buiten de Grote Depressie van 1929 – 1939.

Bordo en Filardo (2005) geven een verklaring waarom periodes van deflatie niet per definitie gepaard gaan met lage groeicijfers. Het is volgens hen belangrijk om onderscheid te maken tussen aanbodgedreven en vraaggedreven deflatie. Zij delen deflatie daarom in drie categorieën in: *good*, *bad* en *ugly*. Good deflation is een aanbodgedreven daling van het prijsniveau, bad deflation is een vraaggedreven prijsdaling en ugly deflation vindt plaats wanneer bad deflation omslaat in een zelfversterkende deflatiespiraal. Het onderscheid in de aard van deflatie kan verklaren waarom Atkeson en Kehoe (2004) geen eenduidig verband vinden tussen deflatie en economische groei. Volledigheidshalve kan gesteld worden dat zowel sterke inflatie als sterke deflatie tot economische inefficiënties kan leiden, bijvoorbeeld vanwege het feit dat lonen en prijzen zich langzaam aanpassen.

Bad en ugly deflation

Wanneer het prijsniveau daalt als gevolg van afnemende vraag is volgens Bordo en Filardo (2005) sprake van bad deflation. Een vraagafname kan het gevolg zijn van bijvoorbeeld een economische recessie of een schuldencrisis. Historische voorbeelden van bad deflation zijn de recessies in de Verenigde Staten in

1937 en 1948 toen het monetaire beleid de nulgrens bereikte en de lange periode van lage inflatie en deflatie in Japan na het uiteenspatten van de aandelen- en vastgoedbubbel in 1991. Bad deflation kan overgaan in ugly deflation wanneer de vraagafname tot een zelfversterkende deflatiespiraal leidt. Volgens Bordo en Filardo (2005) is ugly deflation historisch gezien zeldzaam. Twee voorbeelden hiervan zijn de Great Depression en de periode van deflatie in het Verenigd Koninkrijk na 1918.

In theorie kan ugly deflation ontstaan wanneer verwachte deflatie bij inflexibele prijzen een zelfversterkend negatief effect op de economische groei heeft. Een verwachte prijsdaling kan ertoe leiden dat huishoudens hun aankopen uitstellen. Dit leidt tot een vraagafname, waardoor winstmarges van bedrijven slinken en werkgelegenheid afneemt. Consumenten verwachten een verdere prijsdaling en stellen hun aankopen verder uit. Dit kan in theorie leiden tot een spiraal van dalende prijzen en dalende vraag. Voor het gevaar op een dergelijke deflationaire spiraal wordt gewaarschuwd door bijvoorbeeld Paul Krugman.

Het is de vraag in hoeverre het risico op een dergelijke spiraal bestaat in geval van milde deflatie. Voor goederen waaraan een onmiddellijke behoefte bestaat, zoals voedsel en energie, lijkt dit negatieve effect in mindere mate van toepassing, omdat de consumptie ervan een lage prijselasticiteit heeft. Een verwachte daling van de gasprijs zal voor huishoudens waarschijnlijk geen aanleiding vormen om de kachel op een koude dag alvast uit te zetten. Ook voor goederen die vanwege technologische vooruitgang een dalende prijsstrend kennen, lijkt uitstel van consumptie vaak niet aan de orde. Een nu nieuwe smartphone zal volgend jaar niet alleen goedkoper zijn, maar ook verouderd.

Een relevanter kanaal lijkt het effect van verwachte prijsdalingen op de winstverwachting van bedrijven. Bij gelijkblijvende lonen zal een verwachte prijsdaling de winstverwachting van bedrijven onder druk zetten en leiden tot uitstel van investeringen. Dit zet vervolgens de werkgelegenheid onder druk. Toenemende werkloosheid leidt onder meer via onzekerheid bij consumenten tot een afname van de consumptievraag. Dit zet weer de prijzen onder druk, en kan leiden tot een spiraal van dalende prijzen en dalende vraag, met name voor conjunctuurgevoelige aankopen als auto's of tv's.

Good deflation

In tegenstelling tot vraaggedreven deflatie kan een daling van het prijsniveau als gevolg van productiviteitsontwikkelingen juist positief doorwerken op de economische groei. Bordo en Filardo (2005) noemen deze aanbodgedreven prijsdalingen good deflation. Een historisch voorbeeld zijn de *roaring twenties* van de vorige eeuw. In die periode nam de internationale handel toe en droegen innovaties als de auto, telefoon, radio en koelkast bij aan hogere productiviteit. Deze ontwikkelingen hadden een drukkend effect op het prijsniveau, maar een opwaarts effect op de economische groei.

Structurele hervormingen kunnen eenzelfde effect sorteren aan de aanbodzijde van de economie, bijvoorbeeld omdat ze economische inefficiënties doorbreken. Een voorbeeld zijn beschermde beroepen in zuidelijke eurolanden. Het opheffen van barrières voor toegang tot een beroepsgroep kan leiden tot een efficiëntere allocatie van productiefactoren en kan een drukkend effect hebben op prijzen in de betreffende sector.

Debt-deflation

KADER 1

Deflatie heeft via het effect op schuld een tweederonde-effect op bestedingen. Zoals Buiters en Rahbari (2012) laten zien is de ontwikkeling van het schuldniveau afhankelijk van de reële rente (r), ofwel nominale rente (i) – inflatie (π), het nominale groeiniveau (g) en de netto besparingen (s) (vergelijking 1). Deflatie heeft via een hogere reële rente een opwaarts effect op het schuldniveau (vergelijking 2). Om het opwaartse effect van deflatie op het schuldniveau te compenseren moeten besparingen toenemen. Zo neemt het beslag van schuldaflossing op het inkomen toe. Dit kan zich via een vraagafname vertalen in lagere groei en verdere deflatie, die weer negatief doorwerkt op de schuldendynamiek en verdere besparingen vergt. Dit zelfversterkende mechanisme van stijgende schulden en deflatie werd door Irving Fisher in 1933 aangeduid als debt-deflation (Fisher, 1933).

Debt-deflation is echter geen proces dat spontaan optreedt wanneer het inflatieniveau negatief raakt. Zoals De Grauwe (2014) uitlegt, vindt het plaats wanneer het inflatieniveau lager is dan verwacht werd bij afsluiting van een lening. Vergelijking 3 laat zien waarom. De nominale rente op een lening is afhankelijk van het vereiste reële rendement en het verwachte inflatieniveau. Wanneer werkelijke inflatie lager is dan verwacht, vallen de reële rentekosten hoger uit, waardoor hogere besparingen nodig zijn om het opwaartse effect van deflatie op het schuldniveau te compenseren. Omdat de nominale rente afhankelijk is van de inflatieverwachtingen, geldt andersom overigens ook dat hoge inflatie geen structurele oplossing voor het verdampen van schulden is. De nominale rente op nieuwe leningen zal in anticipatie hierop immers aangepast zal worden. De vergelijkingen:

$$\Delta d = (r - g) d - s \quad (1)$$

$$\Delta d = (i - \pi - g) d - s \quad (2)$$

$$\Delta d = (r^e + \pi^e - \pi - g) d - s \quad (3)$$

DEFLATIE IN HET VERENIGD KONINKRIJK EN JAPAN

O'Rourke en Taylor (2013) stellen dat het schier onmogelijk is om overheidsschuld te stabiliseren wanneer er sprake is van deflatie, met name voor landen die hun munt niet kunnen devalueren. Als voorbeeld noemen zij de deflatie in het Verenigd Koninkrijk tussen 1918 en 1933, waar diepe deflatie inderdaad een sterk opwaarts effect op het publieke schuldniveau had. Het voorbeeld van Japan vanaf 1997 leert echter dat het effect van milde deflatie op het schuldniveau zeer beperkt kan zijn.

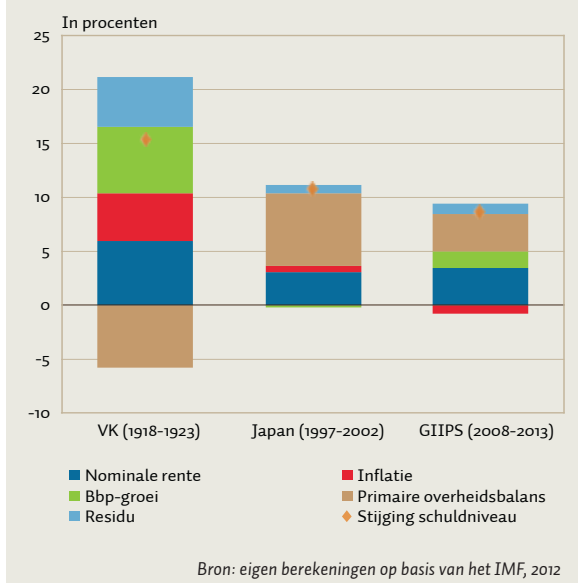
Het Verenigd Koninkrijk kende tussen 1918 en 1933 een periode die gekarakteriseerd kan worden als ugly deflation. Om de vooroorlogse koppeling van de pond met de goudprijs te herstellen voerde de Bank of England tussen 1918 en 1933 dusdanig krap monetair beleid dat de nominale rente opliep tot zeven procent in 1920. De Britse overheid voerde bovendien forse bezuinigingen door om de schulden die in de Eerste Wereldoorlog waren opgebouwd terug te dringen. Dit beleid resulteerde in hoge werkloosheid en lage groei. Als gevolg daarvan bedroeg de Britse deflatie tussen 1918 en 1933 gemiddeld vijf procent, met uitschieters van 36 procent in 1921 en 19 procent in 1922. Figuur 1 laat zien dat de combinatie van hoge nominale rentes en sterke deflatie verantwoordelijk was voor een forse stijging van de Britse overheidsschuld. Ondanks begrotingsoverschotten van gemiddeld zeven procent

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders

te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.

Decompositie jaarlijkse stijging staatsschuld

FIGUUR 1



nam de overheidsschuld tussen 1918 en 1933 met 58 procent toe naar ruim 190 procent bbp in 1933. Bordo en Filardo classificeren deze deflatieperiode als bad of zelfs ugly.

De deflatieniveaus die momenteel in het eurogebied waargenomen worden, komen echter niet in de buurt van de diepe deflatie in het Verenigd Koninkrijk in de jaren twintig van de vorige eeuw. Ook is het monetaire en budgettaire beleid in het eurogebied soepeler dan het zeer krappe monetaire en budgettaire beleid tijdens de periode van deflatie in het Verenigd Koninkrijk. Omdat in het eurogebied, evenals in Japan, de afgelopen jaren sprake was van ruim monetair beleid en overheidsstekorten, is een vergelijking met de deflatie in Japan beter op zijn plaats. Zoals figuur 1 laat zien was de bijdrage van de nominale rente en het primaire overheidsstekort aan de schulddynamiek in Japan tussen 1997 en 2002 vergelijkbaar aan die in de GIIPS-landen (Griekenland, Italië, Ierland, Portugal, Spanje) tussen 2008 en 2013.

Na de Japanse bankencrisis in 1991 duurde het tot 1995 voordat deflatie zich voordeed. Er volgde een periode van vraaggedreven bad deflation. Forse begrotingstekorten van gemiddeld zes procent bbp tussen 1997 en 2012 leidden tot een stijging van de overheidsschuld met 169 procent bbp. Ondanks deze budgettaire stimulus begaven inflatieniveaus zich het grootste deel van deze periode tussen -1 en 0 procent. Figuur 1 laat zien dat hardnekkige maar milde deflatie in Japan maar een zeer beperkt opwaarts effect op de overheidsschuld had.

De gemiddelde reële groei bedroeg in dit tijdvak 0,7 procent. Deze lage groei kan echter voor een groot deel verklaard worden door de demografische ontwikkeling. Vanwege een vergrijzende bevolking daalde de beroepsgeschikte bevolking tussen 1997 en 2012 met 8,5 procent. Wanneer hiervoor gecorrigeerd wordt bedroeg de groei 1,3 procent. Ter vergelijking: de Nederlandse groei als percentage van de beroepsgeschikte bevolking bedroeg in deze periode 1,7 procent.

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.

Bovendien kan gesteld worden dat deflatie in Japan sterk vraaggedreven was door het proces van schuldafbouw door bedrijven en huishoudens. Aanpassing aan de aanbodzijde van de economie werd belemmerd door de situatie in de bankensector en op de arbeidsmarkt. Zo duurde het tot 2003 voordat de Japanse overheid overging tot het herstructureren van de bankensector, waardoor verliezen voor die tijd niet werden genomen en het opschonen van bankbalansen werd uitgesteld. Caballero *et al.* (2008) laten zien dat het trage proces van opschonen van bankbalansen ertoe leidde dat *zombie firms* van krediet werden voorzien, wat ten koste ging van leningen aan productieve bedrijven. De duale arbeidsmarkt in Japan, waar vaste werknemers grote baanzekerheid genieten, is een andere oorzaak voor beperkte aanpassing via de aanbodzijde van de economie (Aoyagi en Ganelli, 2013).

De ervaring van Japan leert dat het negatieve effect van milde deflatie op schuld en groei beperkt is. Bovendien hadden de economische kosten van de deflatieperiode in Japan lager kunnen uitvallen wanneer een gezonde financiële sector en een flexibele arbeidsmarkt het proces van aanpassing aan de aanbodzijde van de economie hadden vergemakkelijkt.

DEFLATIE IN HET EUROGEBIED

In tegenstelling tot de vraaggedreven deflatie in Japan en het Verenigd Koninkrijk kan de prijsaanpassing in het eurogebied tussen oktober 2012 en juni 2014 voor ten minste 65 procent door aanbodfactoren verklaard worden. Dalende energieprijzen zijn verantwoordelijk voor 35 procent van de daling van het inflatieniveau en voedselprijzen nemen 30 procent van de daling voor hun rekening. Vanwege de inelastische vraag naar voedsel en energie worden deze prijzen niet als een groot risico gezien voor het ontstaan van een deflatiespiraal.

De resterende deflatoire druk in het eurogebied wordt zowel door vraag- als door aanbodfactoren beïnvloed. De precieze effecten hiervan zijn echter moeilijk meetbaar omdat beide processen tegelijk plaatsvinden. Zo kan een daling van het prijsniveau het gevolg zijn van afnemende vraag vanwege hoge schuldverplichtingen, maar ook het gevolg van een hervorming die via een hogere arbeidsproductiviteit tot lagere prijzen leidt. Beide processen lopen bovendien door elkaar heen wanneer als onderdeel van het aanpassingsproces aan de aanbodzijde van de economie een verplaatsing van werkgelegenheid van niet-productieve sectoren naar productieve sectoren plaatsvindt. Dit kan immers tot een tijdelijk hogere werkloosheid en tijdelijk lagere vraag leiden. Omdat zowel vraag- als aanbodprocessen bijdragen aan de lage inflatie in het eurogebied, is geen scherp onderscheid te maken tussen good deflation en bad deflation, in tegenstelling tot de sterk vraaggedreven deflatie in het Verenigd Koninkrijk en Japan.

Voor het eurogebied kan wel gekeken worden naar de kans op good deflation en het risico op bad deflation en ugly deflation. Het risico op bad deflation lijkt beperkt. Leidende indicatoren, zoals de indicator van consumentenvertrouwen van de Europese Commissie, laten vanaf begin 2013 een opwaartse trend zien en het beschikbaar inkomen van huishoudens in zuidelijke eurolanden stabiliseert zich na vier jaren van krimp (ECB, 2014). De kans dat effectieve vraag in zuidelijke eurolanden afneemt vanwege toenemende onzekerheid en een toenemend beslag van schuldafflossing op het inkomen lijkt daarom beperkt. Ook het risico dat bad deflation

omslaait in het zelfversterkende ugly deflation lijkt niet groot omdat het raamwerk van sociale zekerheid, dat in de meeste landen in het eurogebied sterk ontwikkeld is, ertoe leidt dat mensen die werkloos worden niet al hun inkomen kwijtraken. Uitkeringen vormen daarmee een buffer tegen een sterke daling van de consumentenbestedingen en de prijsdalingen die dat teweeg zou brengen.

Hier kan tegenin worden gebracht dat vraagcompensatie via sociale zekerheid doorwerkt op het begrotingstekort en de overheidsschuld. Figuur 1 laat bijvoorbeeld zien dat overheidsbestedingen in Japan sterk bijdroegen aan de stijging van de overheidsschuld.

De zuidelijke eurolanden die met deflatie kampen, hebben echter minder ruimte om de vraag te stimuleren door publieke uitgaven te verhogen, omdat de staatsschuld in deze landen al op een hoog niveau ligt.

In tegenstelling tot Japan, dat reeds een sterke uitvoersector kende, vormen aantoonbare economische inefficiënties zoals beschermde beroepen en complexe productmarktreguleringen in verschillende zuidelijke eurolanden een *window of opportunity* voor structurele hervormingen. Deze hervormingen kunnen de internationale concurrentiepositie verbeteren en ook de bijdrage van de uitvoersector aan de economische groei verhogen. Zo schat de OESO dat hervormingen op arbeids- en productmarkten, zoals het openen van beroepsgroepen en het vereenvoudigen van productmarktreguleringen, in het eurogebied een opwaarts effect op het bbp kunnen hebben van ruim zes procent in tien jaar tijd. Voor Griekenland zou de toename van het bbp in deze periode zelfs uit kunnen komen op tien procent (OESO, 2014).

Bovendien lijken de reeds gemaakte prijsaanpassingen een positief effect te hebben op de uitvoer van zuidelijke eurolanden. Groei van de uitvoer draagt in deze landen positief bij aan de verbetering van hun lopende rekening (Europese Commissie, 2014). Dit kan erop duiden dat prijsaanpassingen en verbeteringen van het ondernemingsklimaat als drijfveren van het structurele aanpassingsproces hun vruchten beginnen af te werpen. Good deflation is een onderdeel van dit aanpassingsproces en kan op termijn een positief effect op het groeivolume uitoefenen. Naast structurele hervormingen is ook een gezonde financiële sector van belang voor het proces van structurele aanpassing (Gilbert en Kieft, 2014).

Op langere termijn kan een appreciatie van de euro compenseren voor de effecten van een neerwaartse prijsaanpassing. Zolang prijzen in zuidelijke eurolanden echter dalen ten opzichte van noordelijke eurolanden, zal een wisselkoersappreciatie de verbetering van de internationale concurrentiepositie niet geheel compenseren. Hoewel inflatie in veel noordelijke eurolanden momenteel ook op een laag niveau ligt, is de inflatie in zuidelijke eurolanden nog altijd lager dan de gemiddelde inflatie in het eurogebied van 0,5 procent in juni 2014.

Hoewel ook de good deflation, waarmee structurele hervormingen gepaard gaan, een opwaarts effect op schuld-niveaus heeft, leert de ervaring van Japan (figuur 1) dat de bijdrage van deflatie aan schuld-dynamiek beperkt is zolang het om milde deflatie gaat. Bovendien kan het negatieve directe effect van deflatie op het schuld-niveau gecompenseerd worden door het positieve effect op economische groei wanneer er sprake is van een duurzame verbetering van de internationale concurrentiepositie als gevolg van aanbodgedreven de-

flatie. Zodra de reële rente lager is dan de reële inkomensgroei zal het schuld-niveau bij gelijkblijvende besparingen afnemen (vergelijking 3 in kader 1).

CONCLUSIE

De deflatoire ontwikkelingen in het eurogebied zijn waarschijnlijk een mix van good en bad deflation. Zelfversterkende deflatiespiralen – ugly deflation – zijn in het verleden bijna niet voorgekomen. Ook de deflatie die Japan vanaf 1995 kende was zeker geen ugly deflation en heeft maar zeer beperkt bijgedragen aan de huidige hoge schuld in Japan. Ge-corrigeerd voor demografische ontwikkelingen liep de Japanse groei in die periode niet uit de pas. De Japanse groei had bovendien hoger kunnen uitvallen als de herstructurering van bankbalansen en de hervormingen op de arbeidsmarkt eerder hadden plaatsgevonden.

De les voor Europese beleidsmakers is daarom dat het belangrijk is dat groeiversterkende structurele hervormingen worden doorgevoerd. Zeker in landen met aantoonbare economische inefficiënties kan met structurele hervormingen economisch groeipotentieel worden benut. Dat structurele hervormingen lichte deflationaire druk opleveren, heeft inderdaad nadelige gevolgen voor overheden, bedrijven en huishoudens met hoge schulden. Hiertegenover staat echter dat hogere groei op termijn een positief effect heeft op de schuld-dynamiek en prijsontwikkelingen. Verbetering van de concurrentiepositie is noodzakelijk voor duurzaam economisch herstel.

LITERATUUR

- Aoyagi, C. en G. Ganelli (2013) The path to higher growth: does revamping Japan's dual labor market matter? *IMF Working Paper*, 13(202).
- Atkeson, A. en P. Kehoe (2004) Deflation and depression: is there an empirical link? *American Economic Review*, 94(2), 99–103.
- Bordo, M. en A. Filardo (2005) Deflation and monetary policy in a historical perspective: remembering the past or being condemned to repeat it? *Economic Policy*, 20(44), 801–844.
- Buiter, W. en E. Rahbari (2012) Debt of nations. Mr. Micawber's vindication: causes and consequences of excessive debt. *Citi GPS Global Perspectives and Solutions*, november.
- Caballero, R.J., T. Hoshi en A.K. Kashyap (2008) Zombie lending and depressed restructuring in Japan. *American Economic Review*, 98(5), 1943–1977.
- ECB (2014) Recent trends in household and disposable income. *ECB Monthly Bulletin*, juni, 71–75.
- Europese Commissie (2014) The cyclical component of current-account balances. *Winter Forecast*, 2014, 35–38.
- Fisher, I. (1933) The debt-deflation theory of great depressions. *Econometrica*, 1(4), 337–357.
- Gilbert, N. en J. Kieft (2014) Kredietverlening en herstel externe positie GIPS-landen. *ESB*, 99(4685), 312–314.
- Grauwe, P. de (2014) Should we worry about deflation? *The Economist*. Blog op www.economist.com, 16 januari.
- IMF (2012) The good, the bad, and the ugly: 100 years of dealing with public debt overhangs. *IMF World Economic Outlook*, oktober, 101–127.
- OESO (2014) Economic challenges and policy recommendations for the euro area. *OECD Better Policies Series*, februari.
- O'Rourke, K.H. en A.M. Taylor (2013) Cross of euros. *Journal of Economic Perspectives*, 27(3), 167–192.