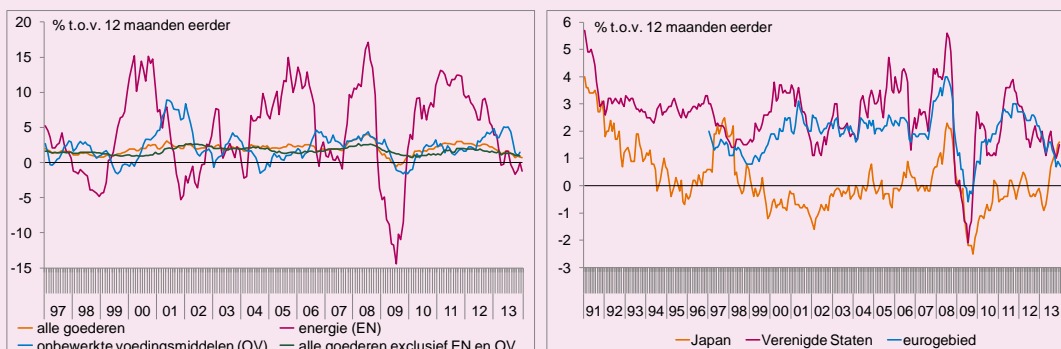


## Inflatie, desinflatie en deflatie

In 2013 was de inflatie in het eurogebied 1,4% (consumentenprijsstijging; alle goederen en diensten, HICP). Sinds de introductie van de euro is de inflatie alleen in crisisjaar 2009 lager geweest (0,3%). In de eerste twee maanden van 2014 is de inflatie gedaald tot 0,8% (prijsstijging ten opzichte van twaalf maanden eerder). Desinflatie (afnemende inflatie) manifesteert zich in bijna alle landen van het eurogebied. Regelrechte prijsdalingen (deflatie) hebben zich in recente maanden voorgedaan in Cyprus, Griekenland en Letland. In Griekenland is de inflatie zelfs in alle maanden van 2013 negatief geweest. In Portugal, Spanje, Italië en Ierland lag de inflatie in januari tussen 0,1% en 0,6%. De hoogste inflatie werd gemeten in Finland, 1,9%. Ook buiten Europa treedt in verscheidene geavanceerde economieën, waaronder die in de Verenigde Staten, sinds eind 2011 of begin 2012 desinflatie op.

### Inflatie in eurogebied (links), Japan en Verenigde Staten (rechts)



Eurogebied: Harmonized Index of Consumer Prices. Verenigde Staten en Japan: CPI.

Van de geavanceerde economieën heeft alleen Japan recente ervaring met hardnekkige deflatie. Na een financiële crisis in 1990 heeft Japan jarenlang te maken gehad met aanhoudend lage inflatie en deflatie. Sinds enige maanden echter lijkt het nieuwe monetaire beleid, dat eind 2012 is afgekondigd en een zeer aanzienlijke vergroting van de maatschappelijke geldhoeveelheid behelst, effectief te worden.

Marktverwachtingen voor de korte termijn van de inflatie in het eurogebied laten al enige jaren een neerwaartse tendens zien (b). Dat draagt bij aan de feitelijke laagte van de inflatie; inflatieverwachtingen maken zichzelf in hoge mate waar. Het *lost decade* van Japan laat zien dat een economie in een deflatorio evenwicht gevangen kan raken: een lang aanhoudende combinatie van dalende prijzen, lage groei en lage rente (c).

De voornaamste oorzaak van de huidige desinflatie is de traagheid van het herstel sinds de crisis in 2009. Schattingen van *output gaps* wijzen uit dat in veel economieën nog veel ongebruikte capaciteit aanwezig is. In de figuur hieronder staan *output gaps* afgebeeld voor het eurogebied, de Verenigde Staten en Japan. Jaar *t* is het beginjaar van de desbetreffende crisis: 1991 voor Japan, 2008 voor het eurogebied en de Verenigde Staten. In de eerste jaren van de crisis zijn de *output gaps* in het eurogebied en de Verenigde Staten aanzienlijk negatiever dan in Japan. Er zijn aanwijzingen dat het negatieve effect van de *output gap* op de inflatie in het eurogebied en de Verenigde Staten in de jaren volgend op de crisis is toegenomen (a). In het eurogebied houdt dit mogelijk verband met structurele hervormingen die een afname van nominale rigiditeiten bewerkstelligd hebben. Onduidelijk is waarom zowel in het eurogebied als in de Verenigde Staten opnieuw in 2012 een daling van de inflatie optreedt, terwijl de *output gap* in beide gevallen al vanaf het begin van de crisis negatief is.

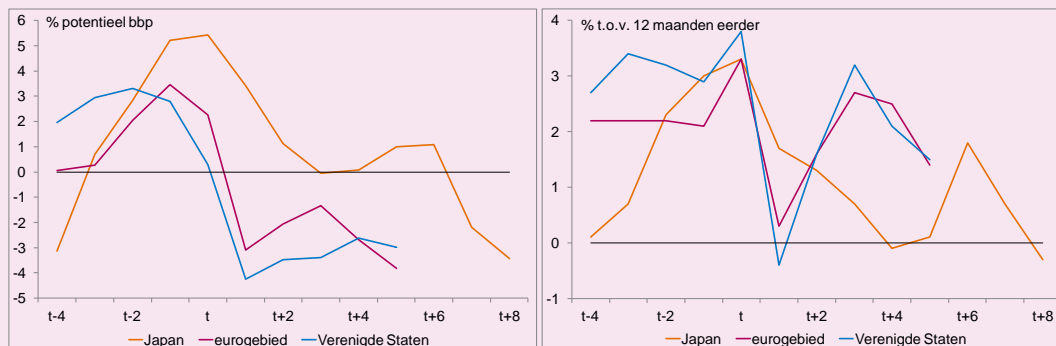
Het economische herstel in het eurogebied houdt nu enige tijd aan en de verwachting is dat het herstel verder aantrekt. Een deflatiescenario is dus niet waarschijnlijk. Ook de marktverwachting is dat de inflatie op termijn geleidelijk terugkeert naar het door de ECB beoogde niveau (b). Niettemin is er een risico dat lage inflatie omslaat in deflatie.

Een mogelijk gevolg van deflatie is uitstel van bestedingen. Onderzoek naar deflatie in Japan wijst uit dat vooral bestedingen aan duurzame consumptiegoederen hiervan te lijden hebben gehad (d). Dit mechanisme kan pas actueel worden als consumenten prijsdaling verwachten. Zolang de prijzen stijgen, ligt dat niet voor de hand. In Europa stijgen de prijzen bijna overal, de drie eerder genoemde landen zijn

## Inflatie, desinflatie en deflatie (vervolg)

de uitzondering. Maar zelfs als consumenten prijsdaling verwachten, is het de vraag in hoeverre zij zich daardoor laten leiden. Tegen de actuele achtergrond van jarenlange inkomensonzekerheid zou een toename van het reële inkomen als gevolg van prijsdaling de huidige consumptie juist kunnen stimuleren.

### Output gap (links) en inflatie (rechts) voor en na financiële crisis



Een tweede gevolg van deflatie is de verzwaring van de reële financiële lasten van debiteuren. De macro-economische gevolgen van schuldeflatie hangen af van de verdeling van netto vermogens over individuen en sectoren (huishoudens, bedrijven, overheid). Als de marginale consumptiequote van debiteuren hoger is dan die van crediteuren, zoals wel geopperd wordt, dan is de afname van de consumptie die deflatie teweeg brengt bij de eerste groep, groter dan de toename die optreedt bij de tweede. Een ander gevaar is dat de reële schuldendienst zo hoog oploopt dat debiteuren niet meer aan hun verplichtingen kunnen voldoen. Dan treedt zeker een macro-effect op. Sommige economen spreken van schuldeflatie wanneer de feitelijke (*positieve*) inflatie lager is dan verwacht (e).

Mocht de inflatie onverhoopt verder dalen dan verwacht, mogelijk als gevolg van een ongunstige externe schok, dan staan de ECB vrijwel alleen nog onconventionele beleidsmaatregelen ter beschikking om de inflatie aan te jagen. Zulke maatregelen zijn niet zonder problemen. De nu volgende opsomming gaat nog voorbij aan vragen rond de effectiviteit ervan.

Een voor de hand liggende maatregel is verdere verlaging van de depositorente, tot onder de nul. Banken moeten dan betalen om reserves bij de ECB aan te houden. Met deze drastische maatregel zou de ECB zich echter op onbekend terrein begeven; praktische ervaring hiermee bestaat nauwelijks, zeker niet in de EMU. Aantrekkelijker is daarom het staken van de sterilisatie van de eerdere aankopen van staatsobligaties. (De aankoop heeft plaatsgevonden in 2010-2012.) Herhaling van *Long-Term Refinancing Operations* is een andere mogelijkheid. Aan deze goedkope driejarige leningen aan banken waren tot nu toe geen voorwaarden verbonden. De ECB zou echter actief kunnen bevorderen dat banken de middelen aanwenden voor kredietverlening aan huishoudens en bedrijven, zoals gebeurt in het programma *funding for lending* van de Bank of England.

Het meest controversieel zijn de aankoop van staatsschuld, de aankoop van bedrijfsaandelen en directe kredietverlening aan niet-financiële bedrijven. Dergelijke maatregelen zouden ongetwijfeld vragen oproepen over legitimiteit en over de competenties van de ECB. Daarnaast zouden uiterst lastige beslissingen genomen moeten worden over de praktische uitwerking. De ECB opereert in een unie van landen. Welke staatsobligaties komen in aanmerking? In welke verhouding koopt men titels van de bij de EMU aangesloten landen? Voor bedrijfstitels geldt dit probleem nog sterker: welke bedrijven?

Voor alle maatregelen geldt dat geloofwaardigheid cruciaal is voor succes.

- Oinonen, S., M. Paloviita en L. Vilmi, 2013, How have inflation dynamics changed over time? Evidence from the euro area and USA, Bank of Finland Research, Discussion Papers, 6-2013 ([link](#)).
- Kader 'Analysing current desinflationary trends in the euro area' in European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, European Economic Forecast, Winter 2014, februari 2014, European Economy 2|2014 ([link](#)).
- Juan Antolin-Diaz, Deflation risk and the ECB's communication strategy, Fulcrum research papers, 4 februari 2014.
- Hori, M. en S. Shimizutani, 2005, Price Expectations and Consumption under Deflation: Evidence from Japanese Household Survey Data, Hitotsubashi University Institute of Economic Research, Discussion Paper Series No.98 ([link](#)).
- Dit mechanisme staat op naam van Irving Fisher. Zie bijvoorbeeld de bijdrage van Paul de Grauwe in *de Economist* van 16 januari 2014.