



Rabobank

Op weg naar deflatie?

Doordat in de ontwikkelde economieën het risico op deflatie stijgt, bestaat de vrees dat wij afkoersen op een periode van deflatie zoals Japan die heeft doorgemaakt. Naar onze mening is dit overdreven. Ten eerste staan negatieve output gaps niet altijd gelijk aan dalende prijzen. Ten tweede viel het uiteenspatten van de financiële zeepbellen in Japan (die de zeepbellen van de huidige crisis ver overschaduwden) samen met het begin van de vergrijzing van dat land. Ten derde versterkte de waardestijging van de yen de neerwaartse druk op de binnenlandse prijzen. En ten slotte reageerden de Japanse beleidsmakers relatief traag op de slechte economische situatie in hun land. Niettemin merken wij op dat het risico van deflatie pas verdwijnt als de afbouw van schulden in de particuliere sector ten einde komt.

Waarom angst voor 'Japan-scenario'?

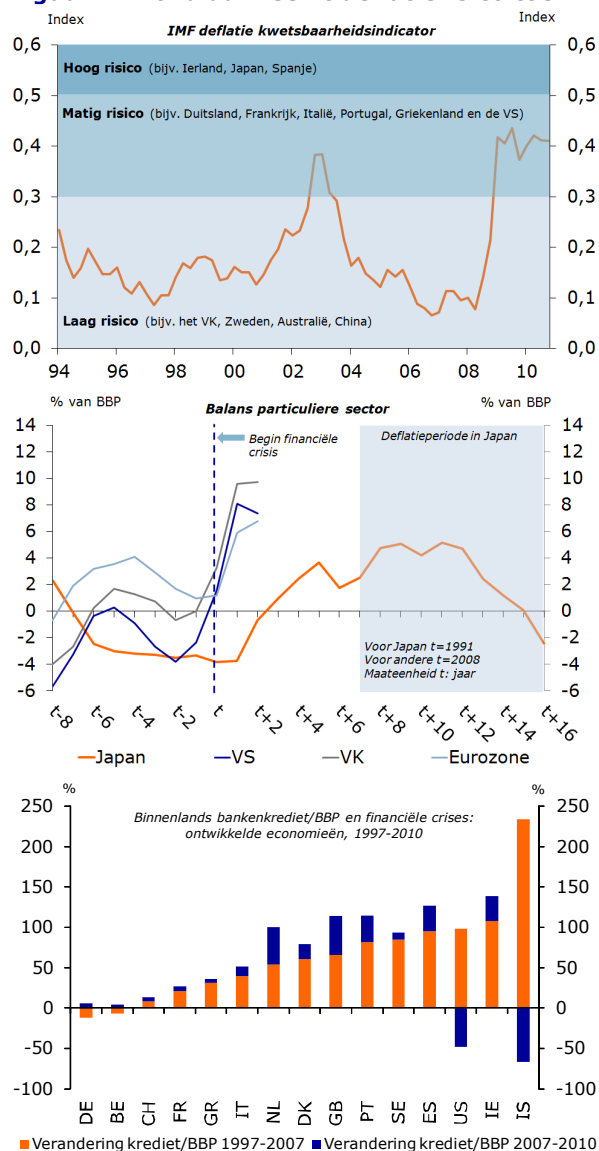
Vanwege het slechte macro-economische nieuws wijzen marktpartijen nu graag op de parallellen met de "verloren jaren" die Japan beleefde. In dit verslag kijken wij of deze zorgen terecht zijn, wat vooral relevant is voor landen die bezig zijn hun begrotingen op orde te brengen. Als zij in de gevreesde schuld-deflatiespiraal belanden, zullen veel huishoudens en ondernemingen zich gedwongen zien de handdoek in de ring te gooien, wat de balansen van de banken verder zou doen verslechteren. Ook de publieke sector heeft dan meer moeite om de schuldenlast te beperken.

Redenen voor angst

De Deflation Vulnerability Indicator (DVI) van het IMF, met een breed scala aan indicatoren¹ voor de belangrijkste economieën, toont dat het risico op deflatie voor bepaalde landen hoger is dan ooit (zie figuur 1, bovenste grafiek). Het is begrijpelijk dat centrale banken zich

ongemakkelijk voelen bij de daling van de (kern)inflatie. Deze daling komt voort uit de verzwakking van de eindvraag als gevolg van de afbouw van schulden in de particuliere sector in het Westen na het uiteenspatten van de financiële zeepbellen (zie figuur 1, middelste grafiek).

Figuur 1: Mondiaal neemt deflatierisico toe



Bron: IMF, EcoWin, Reinhart en Reinhart (2010)

Zorgwekkender is dat de schuldenafbouw nog maar net is begonnen. In hun meest recente studie tonen Reinhart en Reinhart ("After the fall", 2010) aan dat de binnen-

¹ Diverse prijsindexen; BBP-groei en de output gap; kredietgroei; monetaire grootheden; de reële wisselkoersen en aandelenkoersen.

landse schuldquote gemiddeld met 38%-punten daalt (vergelijkbaar met de stijging voor de crisis, zijnde 44%-punten) en dat daar ongeveer 7 jaar voor nodig is. Dat leidt tot de verwachting dat we in de toekomst nog een aanzienlijke krimp van de schuldquote zullen zien in de ontwikkelde economieën (zie figuur 1, onderste grafiek).

Maar de huidige situatie is anders?

Er zijn goede redenen om aan te nemen dat de ontwikkelde economieën nu een langdurige periode met prijsdalingen weten te vermijden.

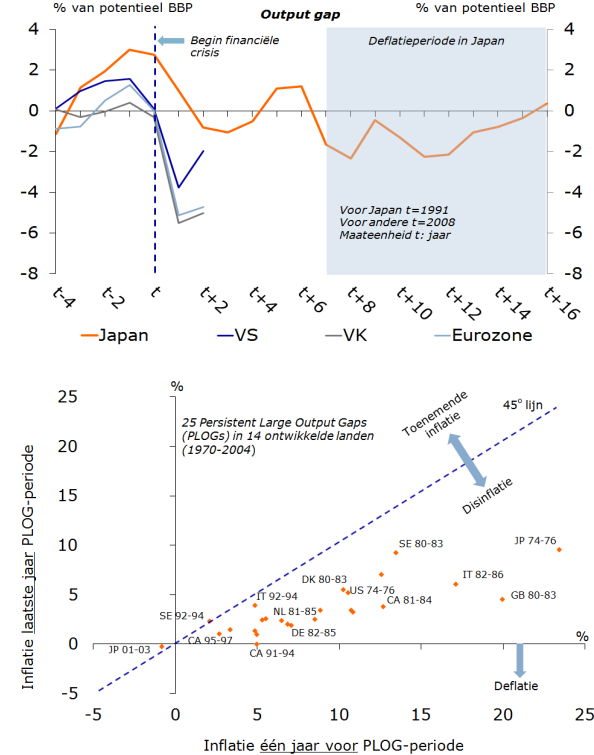
Grote output gaps wijzen niet altijd op

deflatie: De algemene opinie is dat grote output gaps in ontwikkelde economieën (veel groter dan die van Japan in de jaren '90, zie figuur 2, bovenste grafiek) leiden tot neerwaartse prijsdruk. Echter, Meier (2010)² concludeert op basis van de inflatiedynamiek tijdens 25 periodes van Persistent Large Output Gaps (PLOG)³ in 14 ontwikkelde economieën (1970-2004), dat de inflatie na een PLOG-periode altijd gelijk aan of lager was dan de inflatie voor de PLOG-periode (zie figuur 2, onderste grafiek). Echter deze landen kregen 'slechts' te maken met zeer lage, maar positieve inflatiecijfers. Het uitblijven van deflatie heeft deels te maken met het feit dat nominale lonen neerwaarts star zijn (vakbonden bestrijden loonsverlagingen). Stevig gefundeerde verwachtingen t.a.v. inflatie (mede door een sterkere geloofwaardigheid van centrale banken op het gebied van inflatiebestrijding) dragen hier ook aan bij. En ten slotte is door de toenemende globalisering inflatie minder gevoelig voor binnenlandse overcapaciteit.

In Japan waren de financiële zeepbellen

groter: Voor de kredietcrisis leken aandelen in de ontwikkelde economieën niet substantieel overgewaardeerd te zijn. De koers-winst-

Figuur 2: Niet altijd deflatie door output gaps



Bron: Rabobank, Reuters EcoWin, Meier (2010)

verhoudingen (K/W) van de Amerikaanse S&P 500, de Britse FTSE 100 en de Duitse DAX 30 bedroegen in januari 2008 respectievelijk 17,9, 10,7 en 10,8, terwijl deze eind jaren '80 in Japan, voor de beurscrash, rond de 50 zweefde. Ook de financiële zeepbel op de Japanse vastgoedmarkt was vele malen groter dan die in de VS, het VK, Ierland of Spanje. Een bekende anekdote geeft aan dat het keizerlijk paleis in Tokio op een zeker moment meer waard was dan al het vastgoed in de Amerikaanse staat Californië bij elkaar. Het uiteenspatten van de zeepbellen in Japan leidde daardoor tot een groter en langduriger negatief vermogenseffect voor de particuliere sector (zie figuur 3).

Ongerechtvaardigde stijging van consumentenprijzen:

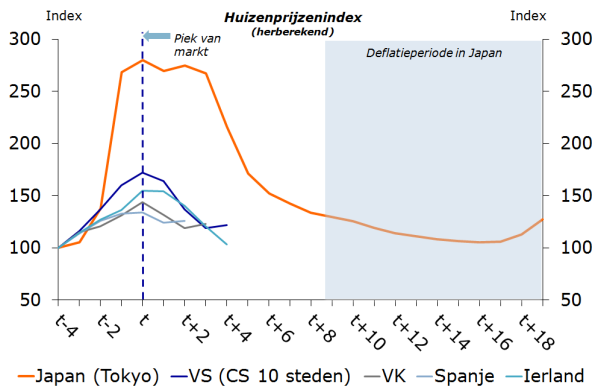
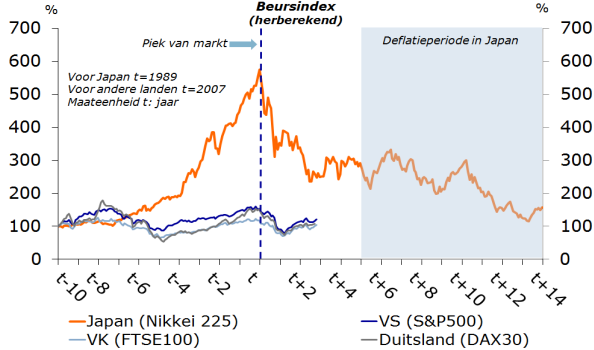
Niet alleen de prijzen van vastgoed en aandelen stegen spectaculair, ook de consumentenprijzen in Japan stegen zeer snel (zie figuur 4). Deze prijsstijging kan deels worden verklaard door de sterke toename van de kredietverlening voorafgaand aan de crisis. Tussen 1982 en 1996 nam de schuldquote met 67%-punten toe, om daarna sterk te dalen.

² Still minding the gap. *IMF Working Paper 189*.

³ Gedefinieerd als 8 kwartalen van negatieve output gaps van meer dan 1,5%.

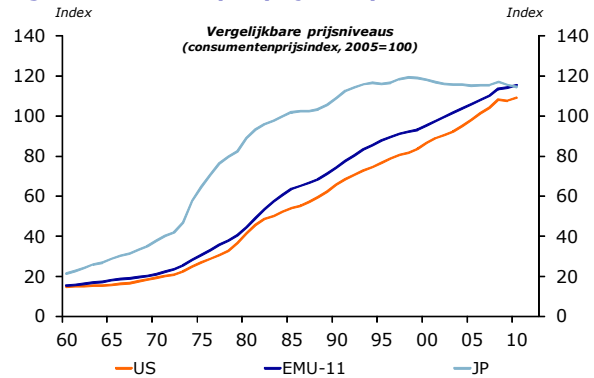
Opkomende markten overspoelden de wereld toen nog *niet* met goedkope producten, zodat de inflatie jarenlang hoog kon blijven.

Figuur 3: Enorme zeepbellen in Japan



Bron: Rabobank, Reuters EcoWin

Figuur 4: Consumtieprijzen op hol



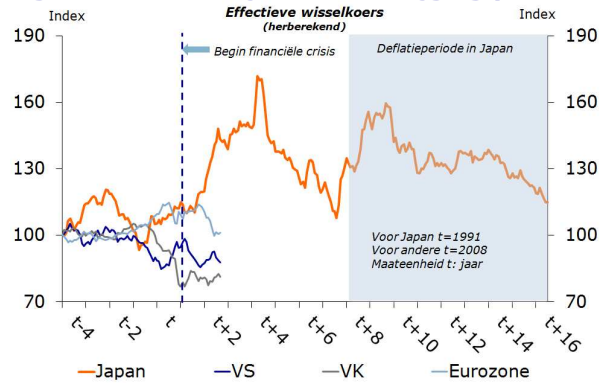
Bron: Rabobank, Reuters EcoWin, IDB, EC

De Japanse demografische structuur aan het begin van de crisis was slecht: De Japanse bevolking in de werkende leeftijd bereikte in 1995 zijn top van 87,3 miljoen en nam daarna af tot het huidige peil van 81,5 miljoen. Tegelijkertijd steeg het aantal ouderen (65+) van 18,3 miljoen tot 29 miljoen. Door de vergrijzing steeg de afhankelijkheidsgraad, wat bij

een zwakke groei van de geaggregeerde vraag bijdroeg aan deflatie. Landen met grote prijscorrecties tijdens de crisis (zoals het Verenigd Koninkrijk en de VS), kennen een duidelijk positieve bevolkingsgroei en kampen niet met een vergrijzing die vergelijkbaar is met Japan.

Substantiële waardestijging van de yen als groot probleem: Na het uiteenspatten van de financiële zeepbellen steeg de handelsgewogen koers van de yen aanzienlijk, voornamelijk door het overschot op de lopende rekening. Dit had een extra neerwaarts effect op de Japanse binnenlandse prijzen. De huidige situatie in ontwikkelde economieën is echter heel anders (zie figuur 5).

Figuur 5: Aanzienlijke waardestijging yen

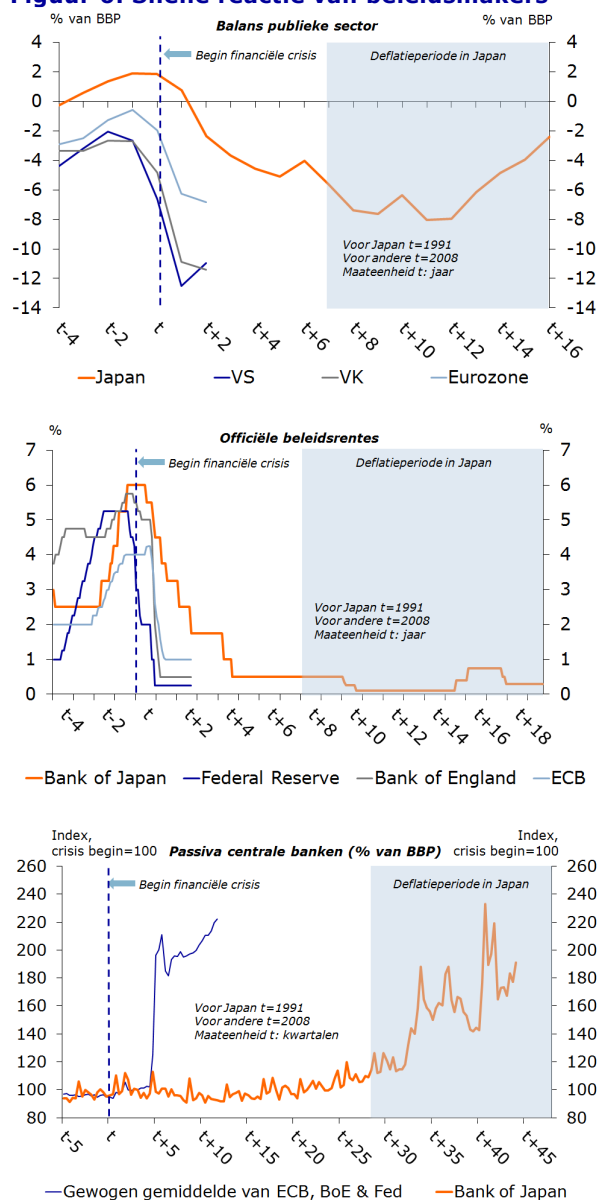


Bron: Rabobank, Reuters EcoWin

Traag en weinig doortastend beleid: Toen de crisis in Japan voelbaar werd, wachtten financiële beleidsmakers vrij lang met stimuleringsmaatregelen. De huidige leiders in het Westen beseften snel dat de afwachtende houding van Japan in de jaren '90 en van de VS in de jaren '30 een fout was. Zij gaven automatische stabilisatoren vrij spel en probeerden hun economieën te stimuleren (zie figuur 6, bovenste grafiek). Keerzijde van dit doortastende beleid is een snellere schuldenafbouw in de particuliere sector. In tegenstelling tot Japan stellen huishoudens en ondernemingen in het Westen het herordenen van de huishoudboekjes niet uit. De ontwikkelde landen pakten ook de problemen in de bancaire sector snel aan. In de periode 08Q1-10Q2 kwam rond 50% van

het ingezamelde kapitaal van banken in het Verenigd Koninkrijk en de Eurozone van directe overheidssteun. De Japanse autoriteiten lieten 'zombiebanken' echter veel te lang opereren.

Figuur 6: Snelle reactie van beleidsmakers



Bron: Rabobank, Reuters EcoWin, Meier (2010)

Daarnaast slaagden de monetaire beleidsmakers erin op zeer gecoördineerde wijze de officiële rentetarieven in een veel vroeger stadium te verlagen dan de Bank of Japan (BoJ) dat deed begin jaren '90 (zie figuur 6, middelste grafiek). Aangezien de rentetarieven worden beperkt door de nul-grens, grepen centrale banken snel naar onconventionele maatregelen, zoals kwantitatieve verruiming. De balan-

sen van de Fed, de Bank of England (BoE) en de ECB stegen binnen enkele maanden. De BoJ had 10 jaar nodig om tot soortgelijke maatregelen te komen (zie figuur 6, onderste grafiek).

Conclusie

Vanwege een zwakke economie en aanhoudend grote output gaps is het risico van deflatie in de ontwikkelde economieën toegenomen. Dit houdt niet automatisch in dat wij een langdurige periode van dalende lonen en prijzen gaan doormaken, zoals Japan in de jaren '90. De financiële zeepbellen in de huidige crisis waren groot, maar bij lange na niet zo groot als in Japan. Er is achteraf veel kritiek op de Japanse beleidsmakers. Dit komt deels doordat zij door critici op basis van huidige kennis worden beoordeeld. Daarnaast liggen de kaarten voor hun westerse collega's ook gewoonweg veel gunstiger. Bovendien vergrijzen de meeste ontwikkelde economieën niet zo snel als Japan sinds 1995. Tot slot is de waardestijging van de yen in de jaren '90 niet te vergelijken met die van de belangrijke valuta's van nu.

Maar we zijn nog lang niet in veilige haven. Stijgende overheidsschulden beperken de slagkracht van overheden, ook al kan de particuliere sector nog niet geheel op eigen benen staan. Daarnaast raken de centrale banken snel door hun voorraad doeltreffende maatregelen heen. Het gevaar van deflatie blijft loeren, totdat de schuldafbouw in de particuliere sector wordt beëindigd. Maar de vergelijking met de Japanse situatie is onterecht en overdrijft het deflatierisico waar we nu mee te maken hebben.

oktober 2010

Shahin Kamalodin (+31 30 2131106)

S.A.Kamalodin@rn.rabobank.nl

Jan Lambregts (+44 20 76649669)

Jan.Lambregts@rabobank.com

www.rabobank.com/kennisbank