

Op de rand van deflatie?

De Nederlandse economie maakt moeilijke tijden door. De groei stagneert en de vooruitzichten voor 2004 zijn gematigd. Ook de inflatie loopt gestaag terug en lijkt volgend jaar uit te komen op circa 1½%. Als gevolg van het Najaarsakkoord, dat onder meer een stringente loonmatiging omvat, en de prijsoorlog tussen de supermarkten komt het inflatietempo wellicht nog lager uit. Is dit reden tot zorg?

Achtergrond

Deflatie wordt gedefinieerd als een **aanhoudende daling van het gemiddelde prijspeil**. Het is dus iets anders dan desinflatie: een afname van het inflatietempo. In juni wijdde de Stafgroep Economisch Onderzoek een themabericht aan deflatie.¹ Daarin werd ingegaan op de verschillende soorten deflatie en de mogelijke effecten op de Nederlandse economie. Er werd geconstateerd, dat de kans op deflatie in ons land gering was. Maar sindsdien zijn de ramingen voor groei en inflatie neerwaarts bijgesteld.

Prijsoorlog

In oktober kondigde AH forse prijsverlagingen aan, met als doel het verloren marktaandeel in de Nederlandse markt terug te winnen. De concurrentie reageerde door ook prijsverlagingen aan te kondigen. De kleinere detailhandel krijgt het hierdoor ook moeilijker. Hun relatieve concurrentiepositie ten opzichte van de supermarkten is door de prijsoorlog verslechterd. De kans dat ook zij mee moeten gaan met prijsdalingen is bepaald niet denkbeeldig. De consument is in eerste instantie de lachende derde. Deze ziet als gevolg van de gedaalde prijzen zijn koopkracht toenemen. Zeker nu de reële inkomens onder druk staan is dit nieuws meer dan welkom. De vraag die rijst is echter waar de rekening van deze prijsoorlog terecht gaat komen. De marges in de detailhandel zijn dermate mager dat verwacht mag worden dat de supermarkten zullen trachten de lagere prijzen aan hun leveranciers door te berekenen. Uiteindelijk komt de rekening bij de producenten, die

hun kostenniveau zullen moeten aanpassen om goedkoper te kunnen leveren. Slagen zij hierin in onvoldoende mate, dan moet worden gevreesd dat zij afzet kwijtraken. Saneringen met banenverlies en bedrijfssluitingen kunnen het gevolg zijn. Ook bestaat het gevaar dat kleine detaillisten als gevolg van de prijsoorlog het loodje zullen leggen.

Het kan ook meevallen. In het verleden is ons land vaker geconfronteerd geweest met prijsoorlogen tussen supermarkten. Deze hebben toen nauwelijks sporen in het inflatietempo nagelaten. Meestal werden de met veel bombarie aangekondigde prijsverlagingen kort daarop weer stilletjes teruggedraaid. Een kleine dip in het inflatietempo was dan het enige spoor dat van dergelijke acties in de statistieken kon worden teruggevonden. Het hoeft dus zo'n vaart niet te lopen.

Wat is er nu anders?

Toch moet de huidige prijsoorlog met andere ogen worden bekeken dan zijn voorgangers. Er zijn twee factoren, die de huidige situatie gevaarlijker maken dan de vorige. Ten eerste heeft AH ditmaal publiekelijk gesteld dat de verlaagde prijzen minstens twee jaar niet zullen worden verhoogd. Als dit zo is, heeft de huidige prijsoorlog een wezenlijk ander karakter dan de vorige. Een tweede verschil is de conjunctuur. De vorige prijsoorlogen vonden plaats tegen de achtergrond van een sterke groei in een licht inflatoir klimaat. Ons land bevindt zich nu echter in recessie.

2004 wordt een moeilijk jaar

Voor het lopende jaar wordt een economische krimp verwacht, met volgend jaar een zwak herstel. De werkloosheid loopt ook in 2004 nog op, mede door een krimpende werkgelegenheid, en het vertrouwen onder consumenten en producenten bevindt zich momenteel op een uiterst laag niveau. De overheid voert een zeer restrictief beleid, met een nadruk op bezuinigingen, hogere lasten en een strenge loonmatiging. De hogere lasten komen daarbij deels via hogere accijnzen wel tot uiting in hogere prijzen. Nog steeds is ook onze verwachting dat ons land niet in een situatie van deflatie zal belanden. Dit is gebaseerd op een voorzien exportgeleid conjunctuur-

¹ J. T. Noordenbos, *Deflatie: vriend of vijand?*, themabericht 2003/10, juni 2003

herstel. Dit zal nog niet direct doorwerken in een sterker binnenlands bestedingsklimaat. Wel zal het bijdragen aan een vertrouwensherstel en met enige vertraging ook zorgen voor een hernieuwde groei van de werkgelegenheid. Een in 2004 naar verwachting wat sterkere dollar is goed voor de Europese concurrentiepositie. Ook oefent een sterkere dollar via de invoerprijzen een opwaartse druk uit op het inflatietempo. Hetzelfde geldt voor de grondstofprijzen, die onder invloed van de groei van de wereldhandel weer een oplopende tendens vertonen.

Tabel 1: Inflatoire versus deflatoire krachten

<i>Inflatoir</i>	<i>Deflatoir</i>
Aantrekkende conjunctuur in 2004	Recessie in 2003
Sterkere dollar, zwakke euro (wellicht in 2004)	Lagere dollar, sterke euro (trendmatig)
Hogere accijnzen, huren, motorrijtuigenbelasting	Zwakke binnenlandse bestedingen
Structurele krapte arbeidsmarkt (lange termijn)	Loonmatiging (m.n. in 2004 en 2005)
Hogere grondstofprijzen	Prijsoorlog supermarkten (als deze aanhoudt)

Toch is vergeleken met een half jaar geleden de kans dat ons land op enig moment in een situatie van deflatie belandt per saldo groter geworden. Reden om nogmaals in te gaan op de gevolgen die dat zou kunnen hebben en op de maatregelen die beleidsmakers kunnen treffen om deflatie te voorkomen.

Voorbeelden van deflatie

Deflatie staat niet per definitie op gespannen voet met economische groei. Dit kan worden geconcludeerd op grond van lessen uit de geschiedenis. Zo daalden in de Verenigde Staten tussen 1880 en 1895 de groot-handelsprijzen met in totaal 30%. Toch groeide in dezelfde periode het reële Bruto Nationaal Inkomen jaarlijks met bijna 5%. Sterker nog, in 1900 lag het consumptieprijspeil op 50% van dat in 1800, terwijl de Amerikaanse economie gedurende de negentiende eeuw met gemiddeld 1½ % per jaar groeide. Wel was in tijden van deflatie sprake van sociale onrust, met name onder boeren die door de dalende prijzen in de problemen kwamen. Ook lijkt het er op dat in tijden waarin de prijzen stegen de economie harder groeide

dan wanneer deze daalden.²

Meer recent is de ervaring van China. Hier daalden de detailhandelsprijzen sinds 1997 met ruim 9%, terwijl de economie jaarlijks meer dan 7½% groeide. Hier staat dan de Grote Depressie uit de jaren '30 tegenover; waarin het Amerikaanse BBP vanaf 1929 in 4 jaar tijd met bijna 40% in volume kromp. De consumentenprijzen daalden in dezelfde periode in totaal met ruim 23%. Wat maakt het verschil?

Goede versus slechte deflatie

Als eerste is het van belang waardoor de daling van het prijspeil wordt veroorzaakt. Een belangrijk onderscheid is of de prijsschok komt van de vraagzijde of van de aanbodzijde. Zo kan in een land of in bepaalde bedrijfstakken sprake zijn van een sterke toename van de **productiviteit**. Dit kan zijn oorzaak hebben in een snelle technologische ontwikkeling, maar ook voortvloeien uit bijvoorbeeld deregulering van markten en/of liberalisering van de buitenlandse handel. Dit leidt dan tot stevige kostendalingen bij de betrokken ondernemingen. In een concurrerende omgeving worden deze producenten door de concurrentie gedwongen om deze door te geven aan de afnemers in de vorm van lagere prijzen. De consument profiteert hier uiteraard het meest van. Kenmerkend van deze vorm van deflatie is dat de marges van de producenten in dit geval min of meer intact blijven. Dergelijke prijsdalingen treden voortdurend op, ook in een inflatoire omgeving en zowel in absolute als in relatieve zin. Men neme de computerindustrie als voorbeeld. Alleen als dergelijke prijsdalingen dermate sterk doorwerken dat het gemiddelde prijspeil over een langere periode daalt, spreekt men van deflatie.

Ook kan het zijn dat **invoerprijzen** dalen, bijvoorbeeld door een appreciatie van de eigen valuta of door lagere grondstof- of energieprijzen. Zeker als beide effecten gelijktijdig optreden kan dit sterk doorwerken in het gemiddelde prijspeil. Dit was in ons land bijvoorbeeld het geval in 1986, toen de dollar en de olieprijzen beide sterk in waarde daalden. Lagere energieprijzen betekenen voor het importerende land, als dit een netto energie-importeur

² IMF, Deflation: determinants, risks, and policy options, 30 april 2003. Zie ook het jaarverslag van de BIS over 2002.

is, een 'windfall profit'. Een gemiddelde hogere koopkracht voor de inwoners is het gevolg, uitmondend in een stimulans op de bedrijvigheid. Ten aanzien van de overige invoerprijzen ligt het beeld genuanceerder. Ook hier betekent een daling in eerste instantie een verbetering van de koopkracht, maar daar staat meer concurrentie vanuit het goedkopere buitenland tegenover. Of dit per saldo positief uitpakt zal afhangen van het feit of de invoerproducten concurreren met binnenlandse producten of niet. Tegenover de 'goede' deflatie staat de 'slechte' deflatie. Dit zijn prijsdalingen die niet door groei van de productiviteit zijn gedreven en die optreden in een context van vraaguitval. Producenten proberen hun afzet op peil te houden door lagere prijzen. Veelal staan de winstmarges onder druk, waardoor economiebreed sprake is van sanering en inkrimping. Zo'n deflatie kan optreden in een recessie, zeker als deze gepaard gaat met overcapaciteit.

De gevolgen van deflatie

Uit het voorgaande komt al naar voren dat de ene deflatie de andere niet is. Een 'goede' deflatie kan weliswaar in bepaalde achterblijvende sectoren tot problemen leiden, maar de macro-economische effecten zijn meestal positief. De deflatie in de VS tegen het einde van de 19^e eeuw wordt gezien als een voorbeeld van een periode met productiviteitsgedreven prijsdalingen. De Grote Depressie uit de jaren '30 vormt daarentegen tot op de dag van vandaag het schrikbeeld van de beleidsmakers. De effecten van een deflatie staan reeds beschreven in Themabericht 2003/10. Op deze plaats volstaan wij daarom met een korte opsomming van de gevolgen van een slechte deflatie. Kort gezegd zien consumenten eerst hun koopkracht stijgen. De prijzen dalen immers en de lonen zijn, zeker op korte termijn, neerwaarts star. Naderhand ervaren zij de negatieve gevolgen, met name een grotere kans op werkloosheid, onder druk staande lonen en – als zij schulden hebben – een in reële termen stijgende schuldenlast. Bedrijven zien hun afzet nominaal en reëel krimpen. Arbeidskosten drukken steeds zwaarder op de winst- en verliesrekening. Zij zullen reorganiseren en arbeidsplaatsen opheffen. Voor zover zij schulden hebben drukken deze in reële termen steeds zwaarder. Hierdoor verslechtert de winstgevendheid. Tevens

erodeert hun financiële positie via meerdere kanalen. Allereerst worden bedrijven minder kredietwaardig, waardoor zij een hogere renteopslag moeten betalen. Ten tweede stijgen de reële rentekosten ook, doordat de nominale rente niet tot minder dan 0% kan dalen. Ieder procent prijsdaling betekent dan een stijging van de reële rente. De kans is groot dat de waarde van hun onderpand verslechtert, hetgeen de toegang tot krediet nog eens verder ondermijnt. Banken zien in geval van slechte deflatie de kwaliteit van hun kredietportefeuille verslechteren. Hun klanten komen in de problemen en het onderpand daalt in waarde. Hierdoor worden banken meer terughoudend in het verstrekken van nieuw krediet.

Geen oorzaak maar gevolg

Uit het voorgaande komt een dramatisch beeld naar voren. Toch is het zo dat veel van de problemen die met deflatie worden geassocieerd niet voortvloeien uit de deflatie zelf. De context van een slechte deflatie is immers per definitie al een van economische krimp. Ook in de Grote Depressie van de jaren '30 trad de deflatie pas op toen de recessie al een tijd aan de gang was. De Depressie zelf werd niet door de deflatie veroorzaakt. De echte oorzaak lag in de beurskrach van 1929 en zijn nasleep en een volstrekt inadequate beleidsreactie. Wel heeft deflatie deze recessie aanmerkelijk verergerd.

Wanneer is deflatie een probleem?

In feite vloeien de problemen van deflatie voort uit drie oorzaken. De eerste is de neerwaartse starheid van nominale lonen. Zouden deze met de prijzen omlaag gaan, zodat de koopkracht weliswaar op peil blijft maar de reële loonkosten niet oplopen, dan zouden de gevolgen van deflatie voor bedrijven al een stuk minder ernstig zijn.

Voor consumenten speelt dan wel het probleem dat hun schuldposities als gevolg van dalende inkomsten navenant zwaarder gaan drukken. Dat is dus een tweede oorzaak: een zware nominale schuldenlast vergroot de negatieve gevolgen van deflatie. Dit gaat op voor zowel particulieren als bedrijven.

Het derde probleem wordt gevormd door het feit dat de nominale rente niet tot onder de 0% kan dalen. Bij inflatie kan een centrale bank het tempo van prijsstijging afknijpen door middel van renteverhogingen. In

geval van deflatie loopt zij echter al snel tegen de grenzen van haar mogelijkheden op.³ Het beeld dat opdoemt is dat deflatie vooral een probleem is in ontwikkelde economieën. Niet alleen is daar neerwaartse loonstarheid meer geïnstitutionaliseerd in collectieve arbeidsovereenkomsten, maar ook is daar veelal sprake van relatief forse bruto schuldposities. Deze zijn in normale tijden niet echt een probleem zolang daar afdoende activa tegenoverstaan en de inkomsten voldoende zijn om de schuldendienst te dekken. Deflatie verandert schuld echter in een molensteen. Dit geldt trouwens ook voor de overheid zelf. Een krimp van het nominale inkomen zou ook daar tot scherp verslechterende schuldratio's leiden. Daar valt niet tegen op te bezuinigen. Al met al is ons land, met zijn relatief forse schuldposities, kwetsbaar voor de negatieve gevolgen van deflatie.

De Europese dimensie

Binnen een monetaire unie, zoals de EMU, zijn de mogelijkheden van de centrale bank nóg geringer. Immers, zolang deflatie zich beperkt tot enkele kleine landen, zoals Nederland, zal de ECB haar beleid daar niet op af kunnen stemmen. De vloer van 0% rente, waar bijvoorbeeld de Bank of Japan nu al enkele jaren mee worstelt, ligt voor ons land op een hoger niveau. De tarieven van de ECB worden nu eenmaal door de EMU-brede ontwikkelingen gedictieerd. Dit vergroot de problematiek voor de beleidsmakers. Een tweede gevolg van de EMU is dat de deelnemende landen geen eigen munt meer hebben. Op zichzelf is dit een goede zaak: de euro heeft gemiddeld een positieve invloed op het wel en wee van de deelnemende landen. In uitzonderlijke situaties kan het echter een handicap zijn. In de jaren '30 wisten landen als Zweden en Japan depressie en deflatie effectief te bestrijden door het tijdig verlaten van de Gouden Standaard. Deze optie ligt voor deelnemers aan een monetaire unie uiteraard niet open.

Wat kunnen beleidsmakers dan wel doen?

In het algemeen geldt in het geval van deflatie dat voorkomen beter is dan genezen. Zelfs al zijn de negatieve gevolgen van deflatie *sec* relatief gering,

het blijft een feit dat er geen enkel positief macro-economische gevolg uit voortvloeit. Verder leert de geschiedenis dat de combinatie van recessie en deflatie een explosief mengsel is, zeker in een land dat wordt gekenmerkt door forse bruto schuldposities. Nederland bevindt zich dit jaar in een recessie en de inflatie is nu reeds laag. Om deflatie te voorkomen is het essentieel dat het vertrouwen bij producent en consument terugkeert, waardoor investeringen en consumptie kunnen aantrekken. Ook kan onze economie zich momenteel geen verder vermogensverlies meer permitteren. De nasleep van de sluipende beurskrach legt in de vorm van hogere pensioenpremies en verslechterde vermogensposities immers nu reeds een rem op de bestedingen.

Daarom moeten de beleidsmakers boven alles heel voorzichtig omspringen met maatregelen die het evenwicht op de woningmarkt zouden kunnen verstoren. Ook moet het beleid niet onnodig restrictief zijn. Meer oog voor het ondersteunen van de koopkracht bij loonkostenmatiging (bijvoorbeeld door lastenverlagingen) en zwaarder inzetten op het behoud van de werkgelegenheid zijn van cruciaal belang voor het vertrouwensherstel. Zo zou men kunnen overwegen om nu een lastenverlaging door te voeren, te financieren uit hogere accijnzen in 2005. Dit zou de conjunctuur in 2004 een steun in de rug geven, terwijl het de kans op deflatie in 2005 en latere jaren aanmerkelijk zou verkleinen.

De kans op deflatie in ons land is nog altijd klein, maar toch wat groter dan het zich een paar maanden geleden liet aanzien. Mocht ons land in deflatie geraken, dan zou deze ontstaan in een klimaat van recessie en op een moment waarop het vertrouwensklimaat zeer zwak is. De economische gevolgen zouden funest zijn. Eenmaal in deflatie, ontbreekt het de Nederlandse beleidsmakers aan instrumenten om er snel weer aan te ontsnappen. Daarom zou men nadrukkelijker beleid moeten formuleren om ons land uit deze gevarezone te houden.

November 2003

Wim Boonstra (030 - 2166617)
W.W.Boonstra@rn.rabobank.nl

³ Zie J. Lambregts, subzero interest rates, Rabobank International, 25 juni 2003.