

Tilburg University

Inflatie en crisis in historisch perspectief

van Schaik, A.B.T.M.

Published in:
Banking Review

Publication date:
2009

[Link to publication in Tilburg University Research Portal](#)

Citation for published version (APA):
van Schaik, A. B. T. M. (2009). Inflatie en crisis in historisch perspectief. *Banking Review*, 50-53.

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.


Ton van Schaik

Prof. dr. Ton van Schaik is emeritus hoogleraar Empirische macro economie aan de Universiteit van Tilburg. Het bijgaande artikel is een ingekorte versie van de afscheidsrede 'Spannende tijden. De crisis in historisch perspectief', die hij op 25 september 2009 uitsprak.

INFLATIE EN CRISIS IN HISTORISCH PERSPECTIEF

De huidige crisis lijkt op die in de jaren dertig van de vorige eeuw. De afgelopen vijftien jaar was het verloop van de aandelenkoersen nagenoeg identiek aan het koersverloop in de periode 1925-1939. Zowel in 1929 als in 2000 spatte de zeepbel op de beurzen uiteen. In 1929 sloeg dit onmiddellijk over naar de reële economie. Dit was na de internetzeepbel van 2000 ook het geval, maar in veel mindere mate dan in het begin van de jaren dertig, omdat de centrale banken de rente nu wél verlaagden. Maar dat was uitstel van executie, zoals we nu weten. De koersen bereikten zowel in 1932 als in 2002 een dieptepunt, waarna ze weer gingen stijgen. Evenals in 1937 werd in 2007 een nieuw hoogtepunt bereikt. Ook de recente rush in de aandelenkoersen is identiek aan die in 1939.

tekst: Ton van Schaik

In mijn afscheidsrede (Van Schaik, 2009) behandel ik de diepere achtergronden van deze opvallende gelijkenis. De depressie van de jaren dertig ontstond in de tijd dat de vruchten van de tweede industriële revolutie (elektriciteit, radio, auto, enzovoort) zich op grote schaal begonnen te verspreiden. Hetzelfde zien we nu in de tijd van de ICT-revolutie (geheugenchips, internet, mobiele telefoon, enzovoort). De huidige crisis markeert het eindpunt van een drietal opmerkelijke ontwikkelingen, die volgden op

de periode van stagflatie in de jaren zeventig: de lagere groei van de arbeidsproductiviteit, de lagere rente en de lagere inflatie. Deze ontwikkelingen zijn onlosmakelijk met elkaar verbonden. Hieronder worden vooral de oorzaken en gevolgen van de lagere inflatie besproken.

Monetaire en financiële stabiliteit

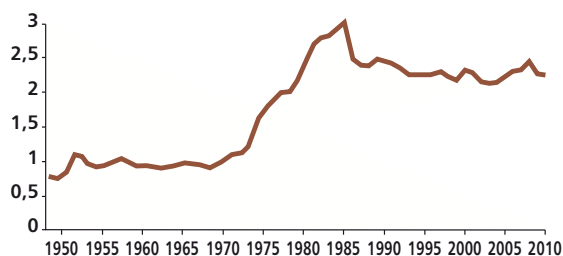
Inflatie is de prijsstijging van goederen en diensten. Inflatie moet goed worden onderscheiden van de

prijsstijging van activa. In de literatuur wordt dit aangegeven door het onderscheid tussen monetaire en financiële stabiliteit. We spreken over monetaire stabiliteit als de inflatie laag is en niet sterk fluctueert. Bij financiële stabiliteit kijken we naar de omvang en de aard van prijsfluctuaties van fysieke activa, zoals woningen, en financiële activa, zoals aandelen. De prijzen van activa hangen niet alleen af van het lopende inkomen, maar ook van de verwachtingen over de groei van het inkomen in de toekomst. De verwachtingen over de economische groei spelen een grote rol bij het ontstaan van een crisis, zoals we die nu meemaken (Van Schaik, 2009).

Er bestaat geen eenduidige definitie van financiële stabiliteit. Daarom geeft Jacques Sijben (2004), in zijn afscheidscollege van vijf jaar geleden, verschillende visies op de wisselwerking tussen monetaire en financiële stabiliteit. Nu vijf jaar later spreekt vooral de visie van de Oostenrijkse School tot de verbeelding. In deze visie kan een financiële crisis ontstaan als centrale banken een te grote nadruk op monetaire stabiliteit leggen en verder een gedoogbeleid voeren voor de kredietverlening door het bankwezen. En dat is precies wat we in de aanloop naar de huidige crisis hebben gezien.

Wereldinflatie

De afgelopen vijftig jaar was de wereldinflatie laag. Dit komt goed naar voren in het verloop van de wereldhandelsprijzen vanaf 1948 in de figuur.¹



Figuur 1. Prijspeil wereldhandel 1948-2010 (1970 = 1)

De wereldhandel is de invoer van alle landen bij elkaar. Hierin kunnen drie brede categorieën worden onderscheiden: industrieproducten, grondstoffen en energie. Grondstoffen lieten tot voor kort dalende prijzen zien, evenals energie. Vanaf 1985 zijn de wereldhandelsprijzen nagenoeg onveranderd gebleven. Dat ligt vooral aan de stabiele prijzen van industrieproducten, omdat die een groot aandeel in de wereldhandel hebben.

Ook in de jaren vijftig en zestig van de vorige eeuw zijn de wereldhandelsprijzen nauwelijks toegenomen. Vanaf 1973 laat het prijspeil echter een grote sprong zien. In de jaren zeventig en begin jaren tachtig werd de wereldeconomie getroffen door stagflatie, de combinatie van stagnatie en inflatie. De economische groei stagneerde,

de werkloosheid liep op en lonen en prijzen schoten omhoog. Vooral de loonexplosie in tijden van stagnerende groei en oplopende werkloosheid was opmerkelijk. Volgens de wetten van vraag en aanbod zouden de lonen immers gematigd moeten worden als de werkloosheid oploopt.

Stagflatie

De combinatie van stagnatie en inflatie heeft veel economen in verwarring gebracht, vooral in de Anglo-Amerikaanse landen. In deze landen brak onder aanvoering van Milton Friedman de zogenoemde monetaire revolutie uit. Daardoor kwam de keynesiaanse theorie op een zijspoor te staan. Aan de landen op het Europese continent ging deze revolutie echter grotendeels voorbij. Dat was ook in ons land het geval. Zo lag er al midden jaren zeventig een diepgaande analyse van het stagflatieverschijnsel op tafel, die gebaseerd was op het pionierswerk van Hans den Hartog en Jimmy Tjan (1974, 1975) op het Centraal Planbureau (CPB). In deze analyse wordt het gelijktijdige oplopen van inflatie en werkloosheid vooral toegeschreven aan de slechte werking van de arbeidsmarkt, waardoor de negatieve gevolgen van mondiale schokken worden versterkt.

De inflatiegolf werd in gang gezet door de olieprijschok in 1973 en later versterkt door de prijsschok in 1979. In tien jaar tijd liep de olieprijs op van 2 naar 40 dollar per vat. De prijsschokken drukten de winsten, omdat de lonen via de in cao's vastgelegde afspraken voor de inflatie werden gecompenseerd. Deze zogeheten volledige automatische prijscompensatie was een institutionele regeling, die niet zonder slag of stoot kon worden afgeschaft. Een andere institutie was de zogenoemde koppeling. Ambtenarensalarissen en uitkeringen volgden via bestaande afspraken de lonen in het bedrijfsleven. Hierdoor liepen de overheidstekorten sterk op. Als reactie hierop gingen overheden drastisch bezuinigen, wat de stagnatie van de economie versterkte.

De jaren tachtig begonnen niet alleen met een torenhoge inflatie, maar ook met navenant hoge inflatieverwachtingen. Het CPB (1983) bijvoorbeeld voorspelde begin jaren tachtig dat het prijspeil van de wereldhandel tot het jaar 2000 met gemiddeld 6,5 procent per jaar zou stijgen. Uiteindelijk kwam er geen 6,5 procent maar nul procent uit de bus (Van Schaik, 2004). De inflatieverwachtingen waren dus niet alleen bij het publiek maar ook bij economen erg hoog. Ten einde deze verwachtingen de kop in te drukken is Paul Volcker, de toenmalige voorzitter van de Amerikaanse centrale bank, consequent op de rem van de geldgroei gaan staan. Daardoor kwam de Amerikaanse economie in een recessie terecht, die de rest van de wereld hierin meesleepte. Niet alleen in Amerika, maar ook in veel andere landen liep de werkloosheid tot meer dan 10 procent op. Pas daarna ging de inflatie omlaag en werden de instituties op de

arbeidsmarkt aangepast. In ons land zijn de afspraken in het Accoord van Wassenaar uit het najaar van 1982 hiervan een bekend voorbeeld.

Angst voor nieuwe periode van stagflatie

De angst voor een nieuwe periode van stagflatie zat er dus goed in. Deze angst heeft er toe geleid dat centrale bankiers monetaire stabiliteit steeds meer zijn gaan toespitsen op één vaste en onwrikbare norm, de bekende inflatiedoelstelling van 2%. Tegelijkertijd werd het bankwezen gedereguleerd. Ook in de economische wetenschap veranderde het een en ander. Er trad een verschuiving op in de belangstelling van macro-economen van de reële economie naar de monetaire economie. In de vele 'business schools', die als paddestoelen uit de grond schoten, nam het vakgebied van de financiële economie een hoge vlucht. Financiële economen delen met macro-economen de belangstelling voor depressies en recessies, maar hun achtergrond is vaak meer bedrijfskundig van aard. Volgens Posner (2009) hebben Amerikaanse financiële economen dusdanig

'Doordat de hele financiële wereld dezelfde computermodellen ging gebruiken werd het steeds moeilijker aan de waan van de dag te ontsnappen'

sterke bindingen met de financiële industrie dat ze de grote risico's van de deregulering van het bankwezen niet wilden of konden onderkennen. De economisch-sociologen Velthuis en Noordegraaf-Eelens (2009) wijzen er in een boeiende studie op dat Black, Scholes en Merton en vele andere financieel economen de markten niet zozeer hebben beschreven of geanalyseerd, maar via hun performatieve modellen veeleer hebben bijgedragen aan de totstandkoming van die markten. Op den duur ging de hele financiële wereld dezelfde computermodellen gebruiken, waardoor het steeds moeilijker werd aan de waan van de dag te ontsnappen en de crisis werd mogelijk gemaakt. Volgens genoemde auteurs zijn er al stemmen opgegaan om Scholes en Merton hun Nobelprijs te laten teruggeven.

Naast de financiële economen gingen monetaire economen zich toeleggen op het ontwikkelen van voorwaarden en instrumenten om de inflatiedoelstelling te halen. Naarmate het echter steeds duidelijker werd dat de inflatie op de wereldmarkten laag bleef, richtte de aandacht zich van lieverlee op de binnenlandse inflatie. Binnenlandse inflatie wordt vooral veroorzaakt door

prijzontwikkelingen in sectoren die niet of nauwelijks met het buitenland concurreren.

Anders dan de prijzen van de beschermde sectoren zijn de prijzen op de internationale markten sinds het midden van de jaren tachtig dus niet of nauwelijks gestegen. Mede daardoor is de wereldinflatie laag gebleven. In dit verband introduceerde Mervyn King, voorzitter van de Engelse centrale bank, het begrip NICE: *noninflationary continuous expansion*. Volgens King zouden we in een periode van stabiele groei en weinig inflatie terecht zijn gekomen. Wat de wereldinflatie betreft had hij gelijk. Wat de economische groei betreft niet. Na het instorten van de wereldhandel zal Mervyn King nu wel spijt hebben van zijn NICE.

Het geluk van de centrale banken: Grote Matiging

Een veel gebruikte term om de situatie van de afgelopen vijftientig jaar te typeren is Great Moderation, in het Nederlands Grote Matiging. Centrale bankiers en hun academische adviseurs hebben hier jarenlang mee te koop gelopen (Buiter, 2009, Velthuis en Noordegraaf-Eelens, 2009). Nog niet zo lang geleden, in 2004, zei Ben Bernanke, de huidige voorzitter van de Amerikaanse centrale bank, dat de verbeterde monetaire politiek een belangrijke bijdrage heeft geleverd aan het verminderen van de volatiliteit van de inflatie en de volatiliteit van de productie. Om Bernanke te citeren: 'This conclusion makes me optimistic for the future, because I am confident that monetary policy makers will not forget the lessons of the 1970s'.² In een toespraak in 2007 zei Mervyn King trouwens nog hetzelfde.

Een stabiele en lage inflatie en de claim van monetaire autoriteiten dat zij daar de hand in hebben zet mensen aan om beslissingen te nemen die zij in meer onrustige tijden nooit genomen zouden hebben. De schuldgedreven 'boom' op de woningmarkten is hier een voorbeeld van (Reinhart en Rogoff, 2008, 2009). Centrale Bankiers, met in hun kielzog economen die onafhankelijkheid van de centrale banken propageerden, hebben het publiek op een dwaalspoor gezet. Diezelfde economen, zoals in ons land Eijffinger, stonden een jaar geleden overigens vooraan in het passeren van de centrale banken door overheden aan te moedigen het financiële systeem met belastinggeld overeind te houden. Daardoor lopen de begrotingstekorten op en leggen de overheden een steeds groter beslag op de besparingen in de wereld.

De term Grote Matiging is door James Stock en Mark Watson (2002) bedacht. De vraag was: 'Is de conjunctuurbeweging anders geworden en waarom?' Hun conclusies waren niet zo bemoedigend als die van Bernanke en King. Mogelijke verklaringen voor de Grote Matiging waren de verschuiving van industrie naar diensten, een beter beheer van voorraden, een rustiger woningmarkt en kleinere prijsschokken. De conclusie

was dat een groot gedeelte van de Grote Matiging te danken was aan 'good luck', bij afwezigheid van 'bad luck' (Summers, 2005).³ De rust op het inflatiefront was dus min of meer toeval. Centrale bankiers hadden geluk. Er was ook geen verschil in inflatie tussen landen, waarin centrale banken de inflatiedoelstelling *wél* expliciet nastreefden, en landen waarin centrale banken dit *niet* deden. Dueker en Fisher (2006) formuleren dit als volgt: 'Thus, on the heels of a decade of low global inflation, it has been hard to argue that formal inflation targets have led to any divergence between targeters and non-targeters in terms of inflation performance.'

De belangrijkste reden dat de centrale bankiers geluk hadden laat de figuur zien. Sinds 1985 zijn de wereldhandelsprijzen nagenoeg onveranderd gebleven. Als gevolg hiervan werd er weinig inflatie vanuit het buitenland geïmporteerd. De wereldhandelsprijzen stonden onder druk, omdat de ICT-revolutie voor kostenbesparingen in de vorm dalende transport- en communicatiekosten heeft gezorgd. Ook de lonen en daarmee de prijzen van de beschermde sectoren ontwikkelden zich gematigd, omdat de werkloosheid na de crisis van de jaren tachtig erg hoog bleef. Daarnaast veroverden landen met lage lonen zoals India en China een steeds grotere plaats in de wereld economie. Westerse bedrijven gingen over tot uitbesteding en verplaatsing van

de productie naar andere landen. Daardoor ontstonden schaalvoordelen die zich vertaalden in lagere prijzen.

Achteraf gezien kan worden vastgesteld dat de aandacht van de centrale bankiers te eenzijdig op het voorkomen van stagflatie is komen te liggen.⁴ Daardoor ging monetaire stabiliteit ten koste van financiële stabiliteit (Borio en Lowe, 2002). Onlangs verscheen overigens een rapport van het IMF (2009), waarin hetzelfde wordt gezegd. De vraag kwam *niet* aan de orde hoe een depressie als die van de jaren dertig vermeden kon worden. Ook de jaren twintig, voorafgaand aan de Grote Depressie, werden gekenmerkt door Grote Matiging. De geschiedenis leert dus dat perioden van prijsstabiliteit worden gevolgd door perioden van economische instabiliteit. «

Noten

¹ De cijfers zijn ontleend aan CPB (1977), CPB (1986) en CPB (2009).

² Ontleend aan King (2009).

³ Er was natuurlijk ook 'bad luck', zoals de terroristische aanslag op 11 september in New York. Hierbij namen de centrale banken maatregelen die de collectieve verwachtingen stabiliseerden. Maar dit had weinig met de bestrijding van inflatie te maken.

⁴ Volgens John Taylor (2009), bedenker van een belangrijk model voor centrale bankiers, heeft de Amerikaanse centrale bank de crisis zelf helpen veroorzaken door de rente te laag te houden in de nasleep van de internetzeepbel.

Literatuur

- Borio, C. en P. Lowe (2002), 'Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus', *BIS Working Paper*, No 114.
- Buiter, W. (2009), 'Moderne macro-economen moeten eens goed in de spiegel kijken', *Me Judice*, 30 maart.
- CPB (1977), 'Een macro model voor de Nederlandse economie op middellange termijn', *Occasional Papers*, no 12.
- CPB (1983), *Scenario's voor Het Tussenrapport van de Stuurgroep Maatschappelijke Discussie Energiebeleid*, Den Haag.
- CPB (1986), *Centraal Economisch Plan 1986*, Den Haag, april.
- CPB (2009), *Centraal Economisch Plan 2009*, Den Haag, april.
- Dueker, M. en A. Fisher (2006), 'Do Inflation Targeters Outperform Non-targeters?', *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, september/oktober, blz. 431-450.
- Hartog, H. den, en H. Tjan (1974), 'Investerings, lonen, prijzen en arbeidsplaatsen', CPB, *Occasional Paper*, no 2.
- Hartog, H. den, T. van de Klundert, en H. Tjan (1975), 'De structurele ontwikkeling van de werkgelegenheid in macro-economisch perspectief', *Preadvies* voor de Vereniging voor de Staathuishoudkunde, Den Haag.
- IMF (2009), *World Economic Outlook*, Washington. Geciteerd in NRC van 23 september 2009: 'Monetaire beleid leidde tot crisis'. Beschikbaar op: www.fd.nl/artikel/13234961/imf-pleit-hervorming-rentebeleid-centrale-bank
- King, S. (2009), 'Central Bankers overrate at their peril their role in beating inflation', *The Independent*, 22 juni.

- Posner, R. (2009), *A Failure of Capitalism: The Crisis of '08 and the Descent into Depression*, Harvard University Press.
- Reinhart, C., en K. Rogoff (2008), 'Banking Crises: An Equal Opportunity Menace', *NBER Working Paper*, no 14587.
- Reinhart, C., en K. Rogoff (2009), 'The Aftermath of Financial Crisis', *NBER Working Paper*, no 14656.
- Schaik, T. van (2004), 'Drie toekomstverkenningen van het CPB: een kritische beschouwing', in: S. Eijffinger, H. van Gemert en G. van Roij (red.), *Intermediair tussen Wetenschap en Onderwijs*, Tilburg: Gianotten.
- Schaik, T. van (2009), *Spannende tijden. De crisis in historische perspectief*, Afscheidscollege, Universiteit van Tilburg, 25 september. Beschikbaar op: www.uvt.nl/faculteiten/feb/organisatie/dept/eco/schaik/rede_schaik.pdf
- Sijben, J. (2004), *Monetaire en financiële stabiliteit: op-nieuw bezien*, afscheidsrede, Universiteit van Tilburg, 28 mei.
- Stock, J., en M. Watson (2002), 'Has the business cycle changed and why?', *NBER Working Paper*, no 9127.
- Summers, P. (2005), 'What Caused The Great Moderation? Some Cross-Country Evidence', *Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Review*, derde kwartaal.
- Taylor, J. (2009), 'Economist bekritiseert inflatiegevaar van beleid Fed', *Het Financieel Dagblad*, 7 juni.
- Velthuis, O., en L. Noordegraaf-Eelens (2009), *Op naar de volgende crisis!*, Kampen: Uitgeverij Klement.