

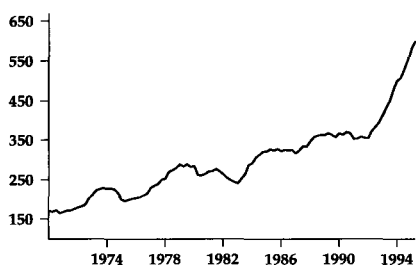
# Financiële markten

## De lage inflatie

*Voor de lagere inflatie zijn structurele oorzaken aan te wijzen, zowel aan de aanbodkant van de economie als in het beleid van de centrale banken.*

Enkele weken geleden plaatste *The Economist* op de voorpagina een wolf in schaapskleren met daarboven de titel 'Who's afraid of inflation?'. Het antwoord zoals de meeste economen en analisten dat op dit moment verwoorden kan kort worden samengevat met "niemand". De toch al lage inflatieverwachtingen bleken de afgelopen jaren in de Verenigde Staten overschattingen. Hetzelfde lijkt nu in Europa te gebeuren. Eind 1993 voorspelden Amerikaanse economen dat de inflatie in 1994 2,9% zou bedragen. Uiteindelijk kwam de inflatie uit op 2,6%. Eind vorig jaar bedroeg de consensus voor de Amerikaanse inflatie dit jaar 3,4%. Inmiddels is deze verwachting gedaald tot 3,0%. Ook in Nederland valt dit jaar de inflatie mee. Werd eind vorig jaar een verwachting afgegeven van 2,6% voor 1995, inmiddels is de consensusraming gedaald tot 2,0%. Onder meer als gevolg van deze daling in de inflatieverwachtingen is de kapitaalmarktrente in Nederland sinds begin dit

**Figuur 1. Investerings in duurzame kapitaalgoederen in het bedrijfsleven in de VS (\$ mrd, constante prijzen)**



jaar gedaald van 7,8% tot 6,5% in juni. Volgens sommige economen, waaronder Stephen Roach van Morgan Stanley en Edward Yardeni van C.J. Lawrence hebben we te maken met een structureel fenomeen. De jaren negentig zullen gekenmerkt worden door structureel lage inflatie.

### 'The productivity revolution'

Ten grondslag aan de lage inflatie ligt, aldus deze economen, de technologische vooruitgang, met name in de informatietechnologie, en de wereldwijde concurrentie die mogelijk is gemaakt door het afbreken van handelsbarrières, deregulering en het vrije kapitaalverkeer. Aan de aanbodzijde heeft dit er toe geleid dat herstructureringen en reorganisaties in het bedrijfsleven blijvende fenomenen zijn geworden. Winstverbetering moet voor een groot deel komen uit kostenvermindering in plaats van uit prijsverhogingen. Corporate America is zelfs vier jaar na de recessie nog aan het herstructureren. Volgens *The Challenger Employment Survey* werden er in de eerste negen maanden van dit jaar 524.000 ontslagen bekend gemaakt, waar dat er in heel 1994 453.000 waren en in 1983 583.000. Ook in Duitsland is het bedrijfsleven van plan tot het jaar 2000 door te gaan met reorganiseren, zo bleek uit de in januari en februari gehouden jaarlijkse IFO-enquête<sup>1</sup>. Het Duitse bedrijfsleven gaf te kennen dat het tussen 1995 en 1999 nog eens 1,3% werkgelegenheid per jaar in Duitsland wil afbouwen.

Maar niet alleen via 'slash-and-burn' werd in afgelopen jaren de produktiviteit in de Verenigde Staten sterk vergroot. Ook de sterke groei in de investeringen in duurzame

kapitaalgoederen in het bedrijfsleven sinds begin 1992 droeg hieraan bij (zie figuur 1). Zo bedroeg de produktiviteitsgroei in het tweede kwartaal van 3,5% ten opzichte van een jaar daarvoor, ondanks het feit dat we nu al in het vierde hersteljaar na de recessie zitten en het feit dat de groei van de Amerikaanse economie in het tweede kwartaal van jaar afzwakte tot 1,3%

Deze bijdrage aan de maandelijkse monitor 'Financiële markten' wordt verzorgd door medewerkers van de afdeling macro-economie van het Institute for Research and Investment Services, een samenwerkingsverband van Rabobank en Robeco Groep.

(% kwartaal-op-kwartaal, geannualiseerd).

In Europa is van een investeringsgolf nog weinig te merken. Het niveau van de investeringen in duurzame kapitaalgoederen ligt in de meeste landen nog steeds onder het hoogtepunt in 1990. Ook uit de 'Prognose 100' komt niet naar voren dat het Duitse bedrijfsleven het investeringsbudget sterk zal verhogen. Bovendien zal een steeds groter deel van de investeringen in het buitenland gedaan worden. Overigens blijkt uit de IFO-enquête wel dat het Duitse bedrijfsleven gelooft dat de lage inflatie aan zal houden. Men rekent de komende vijf jaar slechts op een stijging in zijn afzetprijzen van gemiddeld 1,2% per jaar.

Een ander verschil tussen Europa en de Verenigde Staten is de rigiditeit op de Europese arbeidsmarkten. Waar in de Verenigde Staten de produktiviteitsrevolutie gepaard kan gaan met een lage werkloosheid, gaat in Europa de produktiviteitsrevolutie gepaard met hoge werkloosheid. Waar de lonen in de Verenigde Staten sinds begin 1992 maar gemiddeld met 2,5% per jaar zijn toegenomen, bedraagt de loonstijging in het eerste jaar van herstel in Europa al 3,5%. In Europa ontstaan er daarom minder banen in de laagbetaalde dienstensector, de zogenaamde McJobs. Sinds 1992 zijn er in de Verenigde Staten 7,4 miljoen banen in de dienstensector bij gekomen, ofwel een groei van 9%, waar in West-Duitsland het aantal banen in de dienstensector nauwelijks met honderduizend is toegenomen, ofwel een groei van 0,5%.

De rigiditeit in de Europese arbeidsmarkt, de in het algemeen sterkere regulering van markten in Europa en het uitblijven van een investeringsgolf zoals we die in de Verenigde Staten hebben gezien maken de kans kleiner dat de produktiviteitsrevolutie in Europa even duurzaam zal blijken

1. Prognose 100, IFO Schnelldienst, 26 april 1995, blz. 3 t/m 8.

als die in de Verenigde Staten. Zo is de produktiviteitsachterstand van Nederland ten opzichte van de Verenigde Staten weer toegenomen. Volgens berekeningen van de OESO was begin jaren zeventig de produktiviteit in de verwerkende industrie in Nederland 30% lager dan in de Verenigde Staten. Die achterstand was tien jaar later, in 1984, gehalveerd tot 15% maar is nu weer opgelopen tot circa 30%.

Een aanvullende verklaring voor de aanhoudend lage inflatie in de Verenigde Staten is de opkomst van de discount stores (ook wel het 'Wal-Mart'-fenomeen): de opkomst van de met prijzen sturende supermarkten, de welhaast voortdurende uitverkoop in de kledingbranche, de witte boekenmarkt. De grote kortingen die sommige winkels bieden zijn onder meer mogelijk omdat men goedkoop partijen in het buitenland kan opkopen. Bovendien heeft de mondialisering van de wereldeconomie er toe geleid dat het aantal aanbieders sterk is toegenomen, waardoor het oligopolistische karakter op de meeste markten is verdwenen.

Ook aan de vraagzijde zijn er structurele wijzigingen opgetreden. In de meeste landen van de G-7 staan bezuinigingen op de overheidsbegroting op het programma. In Europa in het kader van het bereiken van de EMU-normen. In de Verenigde Staten vanwege de Republikeinse revolutie die een balanced budget nastreeft. Vanwege de zwakke vraag bestaat er slechts weinig 'pricing power'.

### 'Does money matter?'

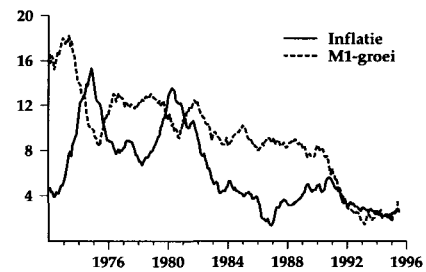
Monetaristen wijzen liever op de scherpe daling in de geldgroei, om de structureel lage inflatie te verklaren. Sinds begin jaren zeventig is de geldgroei afgenomen van boven de 16% tot om en nabij de 10% in de jaren tachtig tot ongeveer 2% in de jaren negentig. De inflatie kwam gelijktijdig naar beneden.

Centrale banken hebben meer vrijheid gekregen dan ooit te voren

om het lage inflatieklimaat in stand te houden. Overheden zijn er meer en meer van overtuigd geraakt dat het noodzakelijk is inflatie laag te houden.

Zoals het IMF onlangs concludeerde is de les van de afgelopen twee decennia dat diepe, langdurige recessies noodzakelijk zijn om hoge inflatieniveaus weer onder controle te brengen. Naarmate langer gewacht wordt met inflatiebestrijding neemt het cumulatieve verlies aan productie toe. Bovendien loopt daardoor het structurele niveau van de werkloosheid op<sup>2</sup>. Dat heeft er toe geleid dat een steeds groter aantal landen formele, dan wel afgeleide doelstellingen voor de inflatie hebben. Bovendien hebben steeds meer centrale banken een onafhankelijke status gekregen, bij voorbeeld Frankrijk, Italië, Spanje en Nieuw Zeeland. Verder bestaan er ook in de Verenigde Staten plannen, ondersteund door presidentskandidaat Dole, om de Humphrey-Hawkins wet in te trekken en deze te vervangen door een wet waarin wordt vastgelegd dat het beleid van de Fed zal zijn om uitsluitend naar prijsstabiliteit te streven. Bovendien, als de monetaire autoriteiten te traag reageren worden ze snel op de vingers getikt door de kapitaalmarkten, zoals we in 1994 konden merken. De kapitaalmarkten – de Amerikaanse voorop – vonden het Amerikaanse monetaire beleid te ruim en de Fed te traag bij het verhogen van haar rentetarieven. De kapitaalmarktrente liep in de Verenigde Staten op van 5,8% in oktober 1993 tot 8,1% in oktober 1994. Deze stijging van de kapitaalmarktrente was één van de belangrijkste oorzaken van de groei afzwakking van de Amerikaanse economie in de eerste helft van dit jaar. Niet in de laatste plaats omdat de gevoeligheid van de Amerikaanse economie voor het niveau

**Figuur 2. Geldgroei (M1 plus quasi-geld) en inflatie in de G-7**



van de kapitaalmarktrente is toegenomen. Bovendien heeft dat geleid tot een stabilisatie in de inflatie.

Geldgroei heeft daarmee haar voorspellende rol voor de toekomstige inflatie nog niet verloren. Afgaande op de meest recente beweging is de geldgroei in de G-7 sinds februari toegenomen van 1,7% tot 3,5% in juli. Deze schijnbare trendkeer geeft op z'n minst aan dat we conjunctureel gezien het dieptepunt in de inflatie gepasseerd zijn. Of dit ook door zal slaan naar een nieuwe inflatoire periode hangt mede af van het optreden van de centrale banken. De structurele krachten werken nog steeds in de richting van lage inflatie. Wel is het bewijs hiervoor in Europa minder overtuigend dan in de VS.

De vraag of we een nieuwe periode van oplopende inflatie tegemoet gaan of lage inflatie zullen houden, is niet onbelangrijk voor beleggers met een lange-termijnhorizon. De gemiddelde opbrengst op Nederlandse aandelen en obligaties ligt in een periode van desinflatie aanzienlijk hoger dan in een periode van oplopende inflatie, zoals uit bijstaande tabel blijkt. Sparen door het geld tegen de geldmarktrente weg te zetten, levert in een periode van stijgende inflatie het meeste op. In een periode van inflatie doen obligaties het overigens beter dan aandelen. In de afgelopen dertien jaar waarin er van een dalende inflatie sprake was, waren beleggingen in aandelen veruit het gunstigst.

**Marcel Blom**

**Tabel 1. De opbrengsten van Nederlandse beleggingen (gemiddeld jaarlijks rendement, in procenten)**

Periode	aandelen	obligaties	sparen
1969-1985 (hoge inflatie)	5,0	15,4	17,6
1982-1994 (lage inflatie)	18,7	8,8	10,0

2. IMF, *World Economic Outlook*, mei 1995, blz. 20.