

# De overdreven angst voor inflatie

In 1975 werd in ons land een inflatietempo geregistreerd van meer dan 10%. Niemand had toen kunnen bevroeden dat de president van De Nederlandsche Bank in een jaar waarin de inflatie 1,5 à 2% zou bedragen ruim twee pagina's van het jaarverslag zou vullen onder het hoofdje 'Principiële en praktische bezwaren van inflatie'. Toch zijn dit de feiten van 1989<sup>1</sup>. Ook in de meeste andere Westeuropese landen – afgezien van het Verenigd Koninkrijk – is de inflatie in het licht van de ontwikkelingen van de laatste dertig jaar bijzonder laag. Desondanks wijzen de collega's van Duisenberg eveneens op de gevaren van de prijsstijgingen en de bedreiging die een eventuele toename van de inflatie zal vormen voor de zich vooral in West-Europa voorspoedig ontwikkelende conjunctuur. Ook de internationale organisaties, IMF, OESO, en BIS<sup>2</sup> verheffen inflatoire spanningen in 1989 tot schrikbeeld nummer één. De internationale betalingsbalansonevenwichtigheden zijn – zo lijkt het – verdrongen naar de tweede plaats.

In het navolgende wordt ingegaan op de wijd verbreide inflatieangst en op de vraag of die angst nu wel geheel gerechtvaardigd is. Daarbij staat West-Europa centraal, meer in het bijzonder Nederland en West-Duitsland.

## Inflatiespiraal?

De vergelijking met de jaren zeventig, die hierboven werd gemaakt, zet de huidige problemen wellicht niet in een volledig juist perspectief. Men zou de huidige inflatie (in juni lagen de prijzen in ons land precies 1,0% hoger dan een jaar eerder) kunnen vergelijken met recentere jaren, bij voorbeeld 1986 en 1987, toen de prijzen respectievelijk met 0,7% stegen en met 0,1% daalden. Hieruit zou blijken dat het inflatietempo gestegen is. Zo'n in gang gezette stijging, zo wordt geredeneerd, zou sneller leiden tot bijstellingen van de inflatieverwachtingen, zodat het inflatieproces verder wordt versterkt.

De vergelijking met 1986 en 1987 gaat echter mank, aangezien bijzondere externe factoren in die jaren de inflatie in onder andere Nederland en West-Duitsland sterk beperkten. De dollarcoërs daalden immers met gemiddeld

22% per jaar, terwijl de olieprijs in dollartermen bijna halveerde. Bovendien revalueerden de D-mark en de gulden binnen het EMS. Door dit alles daalden de invoerprijzen in beide landen fors (1986: -17%; 1987 -6% in beide landen). Dat de vergelijking met 1986 en 1987 niet opgaat blijkt verder bij voorbeeld uit de gebeurtenissen op de financiële markten. Daar werd de zeer lage inflatie niet als blijvend gezien, getuige het achterblijven van de daling van de nominale rentevoeten. Het oplopen van het stijgingstempo van de prijzen was derhalve (te) voorzien.

De monetaire autoriteiten laten zich niet expliciet uit over de hoogte van het inflatietempo waarbij de negatieve effecten in hun ogen de boventoon gaan voeren. Dat maakt een discussie lastig. Het onderliggende inflatietempo in Nederland en West-Duitsland bedraagt momenteel 2 à 3%. Bijzondere factoren dragen er dit jaar toe bij dat het feitelijke tempo van de prijsstijging in West-Duitsland juist iets hoger en dat in Nederland juist wat lager uitvalt. Het lijkt geen onredelijke veronderstelling dat de Bundesbank en De Nederlandsche Bank wensen te voorkomen dat de inflatie binnen afzienbare tijd boven de 3% uitkomt, aangezien dan in hun ogen een spiraalwerking naar boven zou kunnen worden ingezet.

De redenering op basis waarvan de monetaire autoriteiten concluderen dat een versnelling van de inflatie mogelijk aanstaande is, is in wezen eenvoudig. De laatste jaren is de liquiditeit van veel economieën, en zeker die van de Nederlandse en de Westduitse, fors toegenomen. De financieringsmiddelen voor een hogere inflatie zijn derhalve aanwezig, het wachten is nog slechts op de reële factoren. Ook die lijken zich reeds aan te dienen. De meeste economieën groeien immers snel, terwijl de bezettingsgraden al aan de hoge kant zijn. Bovendien worden looneisen geleidelijk weer wat fors. Daarbij zijn de prijzen in het eerste deel van het jaar daadwerkelijk sneller gestegen dan in de periode daarvoor.

Overigens is het frappant dat de inflatieangst, waaraan verbaal zoveel aandacht wordt besteed, niet leidt tot een opwaartse beweging in de voorspellingen. Zo woerspelt de OESO<sup>3</sup> zelfs dat het inflatietempo in de Europese lidstaten van de OESO in 1989 licht zal stijgen maar in 1990 weer iets terug

zal vallen. Eveneens opvallend zijn – opnieuw – de financiële markten. Duiden de vlakke yield-curves er immers niet op dat beleggers de risico's ten aanzien van inflatie anders taxeren dan de monetaire autoriteiten?

## Overdreven angst

Ofschoon het niet ondenkbeeldig is dat inflatieverwachtingen snel opwaarts worden bijgesteld waardoor inflatoire processen nog worden ondersteund, valt een aantal argumenten aan te voeren op basis waarvan geconcludeerd moet worden dat de angsten wat overdreven zijn. Sommige van deze argumenten betreffen de korte termijn, andere zijn op wat langere termijn werkzaam.

## Grondstoffenprijzen

Ten eerste moet worden gewezen op een aantal specifieke en slechts tijdelijke oorzaken van de opgetreden opleving van het inflatietempo. Zo vindt de inflatieversnelling voor een niet onbelangrijk deel haar oorsprong in hogere energie- en andere grondstoffenprijzen. De olieprijsstijging is inmiddels echter gestopt. Ondanks een wat sterkere toename van de vraag naar energie is een forse prijsstijging in de voorzienbare toekomst niet waarschijnlijk. Nog altijd wordt de oliemarkt bedreigd door potentieel overaanbod.

Binnen de OPEC zijn er nog voldoende mogelijkheden de productie te voeren. Ofschoon algemeen wordt verondersteld dat de olieproductie buiten de OPEC in de jaren negentig geleidelijk verder zal afnemen, worden taxaties van de hoeveelheid winbare reserves ook voor niet-OPEC-landen regelmatig opwaarts herzien. Zo zouden de reserves van de VS – bij een prijs van minder dan \$ 25 per vat – driemaal zo hoog zijn als tot nog toe werd aangenomen<sup>4</sup>. Binnen de OPEC zijn de landen die in principe als 'swing producer' zouden kunnen fungeren steeds minder in staat (Saoedi-Arabië) of nog steeds niet bereid (Koeweit) die rol op zich te nemen. Saoedi-Arabië registreert al enkele jaren externe tekorten van circa \$ 10 mrd. per jaar (12% bnp). De financiële buffer waarover het land enkele jaren geleden nog beschikte is daardoor sterk aangetast. Koeweit heeft naar eigen inzicht een steeds grotere productie nodig om de groeiende eigen 'downstream'-acti-

1. De Nederlandsche Bank, *Jaarverslag 1988*, blz. 18-20.

2. IMF, *World economic outlook*, april 1989; OESO, *Economic outlook*, juni 1989; BIS, *59th Annual Report*, juni 1989.

3. OESO, op. cit., blz. 36

4. *Petroleum Intelligence Weekly*, 22 mei 1989, blz. 1.

viteiten van olie te voorzien. Bovendien menen de Koeweiti dat prijsinstabiliteit de exploratie buiten de OPEC beperkt en derhalve op langere termijn gunstig is voor de leden van het kartel<sup>5</sup>.

In verband met de milieuproblematiek is het daarnaast waarschijnlijk dat de consumptie van energie in de jaren negentig aanmerkelijk minder snel zal groeien dan de industriële productie in de westerse wereld. In de jaren na de eerste oliecrisis is de energie-intensiteit van de productie scherp teruggelopen doordat de hogere energieprijzen de 'zuinig met energie'-beweging in gang zette. Het uiteindelijke resultaat was een ondermijning van de olieprijs. In de jaren negentig zullen de westerse overheden het milieu onder andere beschermen door het stellen van eisen ten aanzien van het energieverbruik. De in verband daarmee te verwachten hernieuwde daling van de energie-intensiteit van de industriële productie zal in ieder geval reële prijsstijgingen onwaarschijnlijk maken. Vorderingen op technisch gebied zullen er daarnaast toe leiden dat aardgas een breder toepassingsgebied krijgt, hetgeen de olieprijs ook al niet zal steunen.

Ook de stijging van de internationale metaalprijsen is in de loop van het eerste deel van het jaar afgevlakt en omgeslagen in een daling. Deze ontwikkeling werd al eerder verwacht toen duidelijk werd dat in het begin van 1988 de productiecapaciteit voor veel metalen werd uitgebreid. Arbeidsonrust in veel productiegebieden weerhield de productie echter in de loop van het vorige jaar van een toeneming. Afgezien van calamiteiten is zelfs bij de snellere economische groei in de westerse wereld geen nieuwe prijsstijging te verwachten in verband met die toegenomen capaciteit.

### Loonstijgingen

De argumenten die de visie van een verdere opleving van de inflatie zouden moeten ondersteunen zijn niet altijd even sterk. Zo zijn hogere loonstijgingen niet per definitie inflatoir. In de bedrijven is juist door het herstel van de winsten ruimte ontstaan om hogere looneisen zonder inflatoire gevolgen te honoreren. Het opvallende is juist dat de looneisen, gelet op de conjunctuur, relatief bescheiden blijven. In zijn voorwoord in het jaarverslag merkt de president van DNB op dat de looneisen nog onder de produktiviteitsstijging blijven<sup>6</sup>. Van een herverdeling van inkomsten tussen arbeid en kapitaal is derhalve nog niet eens sprake, laat staan van een inflatoire druk. Een mogelijke verklaring voor de nog steeds relatief matige loonstijgingen – dit verschijnsel beperkt zich niet alleen tot ons land – is het veranderde karakter van onze samenleving.

Het principe van beloning naar prestatie heeft de laatste jaren een breder maatschappelijk draagvlak gekregen. Bij de loonvorming vertaalt zich dat in een structurele verschuiving van initiële naar incidentele loonstijgingen. Voor de inflatievooruitzichten is dit gunstig aangezien incidentele loonstijgingen voor een niet onbelangrijk deel beter te reguleren zijn door de bedrijven. De hier bedoelde incidentele loonstijgingen worden doorgaans slechts toegekend wanneer het functioneren van de betrokkenen een en ander rechtvaardigt en de financiële middelen in het bedrijf aanwezig zijn. Daarnaast zullen in een aantal landen looneisen worden gehonoreerd in ruil voor (verdere) flexibilisering van de arbeidstijd. Dit zal leiden tot verlenging van de bedrijfstijd en daarmee bijdragen aan een uitbouw van de productiecapaciteit.

### Investerings

Een volgend argument dat tegen de wat overdreven angst voor inflatie kan worden ingebracht is de voortgaande kracht van de investeringen. De in de meeste landen van continentaal West-Europa in 1987 ingezette investeringshousse heeft al duidelijk uitwerking gehad op de produktiviteit en daarmee op de productiecapaciteit<sup>7</sup>. Zo was de arbeidsproductiviteit per manuur in de nijverheid in West-Duitsland in januari 1987 exact gelijk aan die in december 1984! In januari 1989 lag de produktiviteit echter 10% hoger, zij het dat conjuncturele aspecten deze vergelijking enigszins flatteren. Ofschoon de bezettingsgraad in de industrie geleidelijk is gestegen, valt deze toeneming, gelet op de krachtige conjunctuur, nogal mee.

Hoezeer de investeringen van de laatste twee jaar inmiddels hun uitwerking krijgen op de productiecapaciteit blijkt uit het feit dat de bezettingsgraad in de Bondsrepubliek in het eerste kwartaal van 1989 is gedaald ondanks een toeneming van de productie. Ofschoon de investeringshousse, die zich al enige tijd manifesteert, zich ook in de VS voordoet, is het opvallend dat de toeneming van de arbeidsproductiviteit in Europa veel sterker is dan in de VS. Zo steeg de productie per manuur in de VS in 1988 met een schamele 1,5%<sup>8</sup> bij een groei van de bedrijfsinvesteringen in dat jaar van circa 10%, terwijl in West-Duitsland de vergelijkbare cijfers respectievelijk 4,1%<sup>9</sup> en 6% bedroegen. In 1987 waren de cijfers niet veel anders.

Het verschil tussen de VS en Europa heeft wellicht te maken met de kwaliteit van de economische groei. In de VS heeft vooral de dienstensector een snelle expansie gerealiseerd. Wanneer wordt gekeken naar de werkgelegenheids groei en de stijging van de lonen wordt dat beeld bevestigd. Daarbij zijn

de meeste nieuwe banen gecreëerd in de relatief laag betaalde regionen van de dienstensector. In Europa steunt de economische groei van de laatste jaren meer op een versterking van de industrie. Ofschoon het reële bnp in de VS de afgelopen jaren sneller is gegroeid dan in Europa, moet geconcludeerd worden dat Europa zijn positie ten opzichte van de VS fundamenteel heeft versterkt.

### Internationalisering

Ook de voortgaande integratie van de wereldeconomie laat zich gelden. Doordat de sector van de buitenlandse handel als percentage van de totale economie in alle landen bij voortdurend toeneemt, kan worden gesteld dat veel meer dan in het vorige decennium de mondiale productiecapaciteit van belang is bij het taxeren van 'bottlenecks'. Doordat de conjunctuurcyclus internationaal niet gelijk loopt zal beschikbare productiecapaciteit doorgaans elders te vinden zijn. Inflatie maakt derhalve steeds meer plaats voor import. De integratie van de wereldeconomie geeft nog een argument tegen het pessimisme ten aanzien van de inflatie. De mondiale concurrentie is er immers door toegenomen, zodat de mogelijkheden om kostenstijgingen door te berekenen zijn afgenomen.

### Milieu

Het milieu dringt zich de laatste tijd in een spectaculair tempo naar de voorgrond van de maatschappelijke belangstelling. Een grote inspanning is nodig om de omgeving leefbaar te houden en tegelijkertijd de levensstandaard in materiële zin ten minste te handhaven. De effecten van milieueisen op de economie zijn vooralsnog niet erg duidelijk. In de pessimistische optiek zullen milieueisen kostenverhogend en daardoor inflatoir en groeibeperkend werken.

Een dergelijke voorstelling van zaken is echter te eenvoudig. Ingeval de

5. *Petroleum Intelligence Weekly*, 22 mei 1989, blz. 1.

6. DNB, op. cit., blz. 29.

7. Het IMF en de OESO hebben nog niet zo lang geleden becijferingen gepubliceerd met betrekking tot de potentiële groeimogelijkheden in een aantal landen in de komende jaren. In hun becijferingen konden beide instellingen in verband met het niet beschikbaar zijn van de data waarschijnlijk onvoldoende rekening houden met de effecten van de investeringshousse. Zie: IMF, *Potential output and capacity utilization in the major industrial countries*, *World Economic Outlook*, Annex II, Washington, augustus 1988; R. Torres en J.P. Martin, *Potential output in the seven major OECD countries*, OESO working paper nr. 66, Parijs, mei 1989.

8. US Department of Commerce, *Business conditions digest*, april 1989, blz. 88.

9. Deutsche Bundesbank, *Statistische Beihfte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank*, Reihe 4, juni 1989, blz. 22.

eisen niet de productieprocessen maar de eindprodukten betreffen, is het afhankelijk van de statistische verwerking of wij zullen spreken van groei of inflatie. Levert een auto met katalysator evenveel auto voor meer geld (inflatie), of krijgt men ook werkelijk méér voor zijn geld (groei)? Wanneer de eisen louter de productieprocessen betreffen zijn strengere eisen in eerste instantie ongetwijfeld kostenverhogend en derhalve inflatoir. Na enige tijd echter zullen de geïnduceerde technologische verbeteringen tegenwicht gaan bieden, zoals hierboven reeds is aangegeven voor de energieprijzen.

Ook het investeringsgedrag is van belang. Verwacht mag worden dat milieu-eisen aan productie en produkten bij voortdurend zullen worden opgeschroefd. Een halfslachtige houding van de autoriteiten ten aanzien van de eisen kan juist in hoge mate bijdragen aan de onzekerheid omtrent toekomstige eisen. Dit kan aanleiding geven tot een afwachtende houding van investeerders en daardoor de investeringsactiviteit nadelig beïnvloeden. Strengere en betrouwbare eisen, in combinatie met een realistisch tijdschema, creëren daarentegen duidelijkheid en dragen bij aan de voortgang van de investeringen en derhalve aan een voortgaande niet-inflatoire economische groei.

## Appreciatiewedloop

Tot slot van deze beschouwing over de inflatievooruitzichten zij gewezen op een gevaar van de in sommige landen gevolgde methodiek van inflatiebeteugeling. Tot dusver hebben zich slechts in een zeer beperkt aantal landen acute inflatieproblemen voorgedaan. De monetaire autoriteiten in die landen hebben evenals die in sommige andere landen in reactie het beleid in 1988 al aanmerkelijk verkrappt, hetgeen tot hogere rentestanden en appreciërende valuta's heeft geleid (VK, Australië, Spanje, VS – stuk voor stuk landen met externe tekorten). Voor zover dit beleid succesvol is geweest in het reduceren, dan wel in toom houden van de inflatie, moet dit voor een belangrijk deel worden toegeschreven aan de als gevolg van de appreciatie opgetreden geringere stijging van de invoerprijzen.

Er is niets op tegen wanneer een beperkt aantal landen een dergelijk beleid voert. De effectiviteit gaat echter volledig verloren wanneer veel landen tegelijkertijd een dergelijk beleid en dergelijke mechanismen willen gebruiken. De enkeling die deze beleidslijn niet volgt en daardoor de nationale valuta ziet depreciëren, importeert op die manier buitenlandse inflatie via hogere invoerprij-

zen. In de eerste helft van het lopende jaar lijken vooral West-Duitsland en ons eigen land ten aanzien van de inflatie de dupe te zijn geworden van het 'hardemunt-beleid' in veel andere landen. Een verbetering van de internationale coördinatie op dit terrein is dringend gewenst om te voorkomen dat uiteindelijk een appreciatiewedloop ontstaat, die gepaard gaat met voortdurende stijging van de rentevoeten.

## Conclusie

Het huidige inflatietempo is laag. Ofschon er factoren zijn aan te wijzen die een versnelling teweeg zouden kunnen brengen zijn er evenzeer factoren die reden geven de inflatieangst te nuanceren. De aandacht die door de monetaire autoriteiten wordt besteed aan de dreiging van de inflatie is daarom wat overdreven.

J.L.M. de Jong

De auteur is hoofd van de Afdeling Buitenland van het Economisch Bureau van de Amsterdam-Rotterdam Bank N.V. Het artikel is op persoonlijke titel geschreven.



**Stichting Consument en Veiligheid: Een model voor de berekening van kosten van ongevallen in de privé-sfeer.** Amsterdam, 1988.

**H.M. Amman: The role of the exchange rate in an oligopolistic market.** Research memorandum 8819. Economische Faculteit, Universiteit van Amsterdam, 1988.

**H.C. Dekker, H.P.A.J. Langendijk en J.E. Ligterink: De verwerking van vreemde valuta in het jaarrapport.** Research memorandum 8820. Economische Faculteit, Universiteit van Amsterdam, 1988.

**M. de Lange: Over financiële intermediatie en de marginale geldmultipliator.** Research memorandum 8821. Economische Faculteit, Universiteit van Amsterdam, 1988.

**C.G.E. Boender, A.H.G. Rinnooy Kan, H.E. Romeijn en A.C.F. Vorst: Shake-and-bake algorithms for generating uniform points on the boundary of bounded polyhedra.** Econometrisch instituut, rapport 8826/A, Erasmus Universiteit Rotterdam, 1988.

**B. Bode, J. Koerts en A.R. Thurik: Market disequilibria and the measurement of their influence on prices: a case from retailing.** Econometrisch instituut, rapport 8827/A, Erasmus Universiteit Rotterdam, 1988.

**O.J. Boxma, A.H.G. Rinnooy Kan en M. van Vliet: Machine allocation problems in manufacturing networks.** Econometrisch instituut, rapport 8828/A, Erasmus Universiteit Rotterdam, 1988.

**M.E. Homan, A.J.M. Hagenaars en B.M.S. van Praag: The distribution of income and home production in one-earner and two-earner families.** Econometrisch instituut, rapport 8829/A, Erasmus Universiteit Rotterdam, 1988.

**A.W.J. Kolen en A.P. Woerlee: VIPS, a decision support system for visual interactive production scheduling.** Econometrisch instituut, rapport 8830/A, Erasmus Universiteit Rotterdam, 1988.

**L. van Wassenhove: A planning framework for a class of FMS.** Econometrisch instituut, rapport 8831/A, Erasmus Universiteit Rotterdam, 1988.

**J.L. van Zanden: The first green revolution — The growth of production and productivity in European agriculture 1870-1914.** Researchmemorandum 1988-42, Economische Faculteit, Vrije Universiteit, Amsterdam, 1988.

**J.C. van Ours: Duration of Dutch job vacancies.** Researchmemorandum 1988-46, Economische Faculteit, Vrije Universiteit, Amsterdam, 1988.

**A.H. Perrels: The allocation of time for housework activities.** Researchmemorandum 1988-47, Economische Faculteit, Vrije Universiteit, Amsterdam, 1988.

**W. Eizenga: European economic integration and a system of European central banks.** Vakgroep economische vakken, Faculteit der Rechtsgeleerdheid, Rijksuniversiteit Leiden, 1988.

**G. Renes: A model of female labour supply: differences in elasticities of substitution.** Vakgroep economische vakken, Faculteit der Rechtsgeleerdheid, Rijksuniversiteit Leiden, 1988.

**K.P. Goudswaard: Financiering van de publieke sector en normering van de collectieve lastendruk.** Centrum voor onderzoek van de economie van de publieke sector, Rijksuniversiteit Leiden, 1988.