

Inflatie en kapitaalmarktrente in 1994

H. Rozendaal en G.L.J. de Vrij*

In dit artikel wordt voor de G7 de ontwikkeling van de toekomstige inflatie geanalyseerd in termen van de huidige inflatie, vraag- en kostenontwikkelingen en corrigerend monetair beleid. Met uitzondering van inflatoire belastingverhogingen, duiden alle overige onderzochte indicatoren op een afnemende inflatoire druk. Derhalve zullen de inflatie en de kapitaalmarktrente in de G7 in 1994 verder kunnen dalen, zeker in de eerste helft van het jaar.

Terwijl de conjuncturele ontwikkeling in Europa, de VS en Japan als uiterst matig moet worden beoordeeld, worden op de obligatie- en aandelenmarkten vrijwel dagelijks hoogterecords doorbroken. De financiële euforie lijkt te worden gedragen door de conjunctuur en de lage inflatie. De conjunctuur is weliswaar niet sterk, maar het slechtste nieuws lijkt verdisconteerd te zijn, zodat er over de recessie wordt heengekeken. Van groot belang daarbij is dat de inflatie zich niet alleen op een steeds lager niveau bevindt, maar dat ook de verwachting van een heropleving van de geldontwaarding vrijwel niet aan de orde lijkt te zijn.

In dit artikel wordt gezien of de kapitaalmarktrente in de Groep van Zeven (G7) werkelijk nog meer neerwaarts potentieel bezit¹. Hiertoe is gebruik gemaakt van geaggregeerde reeksen voor deze groep van landen. Aangrijpingspunt voor de analyse is de (verwachte) inflatie. Zeker wanneer de conjunctuur in de G7 in 1994 aan kracht wint, is het van cruciaal belang voor de rente(-verwachtingen) dat de inflatoire druk niet oploopt.

De rentetarieven in de G7

Zoals uit figuur 1 blijkt, is het niveau van de lange rente sinds het begin van de jaren tachtig gehalveerd. De korte rente is zelfs met de factor drie verminderd. Rond 1986 werd een tijdelijk dieptepunt bereikt. Na 1986 vertonen de korte en de lange rente tot eind 1990 een stijgende tendens. Vervolgens zet een sterke daling in. De daling van de korte rente is beleidsbepaald geweest. De monetaire autoriteiten in Japan en Noord-Amerika reageerden op de duidelijke afkoeling van de conjunctuur.

De Duitse eenwording zorgde in Europa voor een tegengestelde rentebeweging. De invloed op de G7-rente was relatief beperkt. Ten eerste vanwege het beperkte gewicht van Duitsland en ten tweede doordat op het eind van 1990 de Duitse monetaire

verkrapping reeds grotendeels gerealiseerd was. Het Duitse Lombardtarief werd vanaf eind 1990 met slechts 1,25% verhoogd. Sinds september 1992 zijn ook in Europa de korte rentetarieven naar beneden gestuurd.

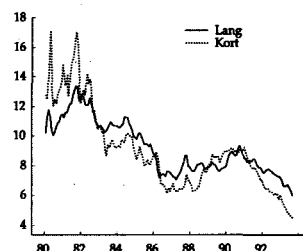
Uit figuur 1 blijkt dat de ontwikkeling van de lange rente sterk samenhangt met die van de korte rente. Zeker bij wegebbende inflatieangst ondervindt de lange rente geen belemmering om een verlaging van de korte rente te volgen.

Inflatie-ervaringen

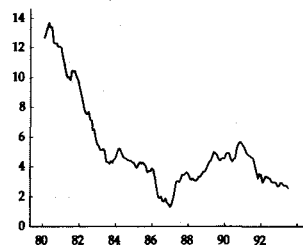
In figuur 2 is de samengestelde inflatie voor de G7 weergegeven. Opmerkelijk is de samenhang tussen de inflatie en de kapitaalmarktrente. Beide lagen zeer hoog in het begin van de jaren tachtig om vervolgens tot 1986 sterk te dalen. Daarna zette een stijging in en werd een gezamenlijke piek bereikt eind 1990, om vervolgens tot op heden te dalen.

Opvallend zijn eveneens de vertragingen. De lange reële rente (hier gedefinieerd als nominale rente minus feitelijke inflatie) loopt in de eerste helft van de jaren tachtig vrij aanzienlijk op.

Figuur 1. Korte- en lange-rentetarieven in de G7, in %



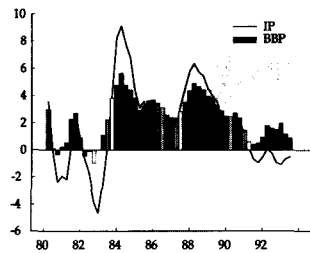
Figuur 2. Inflatie in de G7, jaar-op-jaar, in %



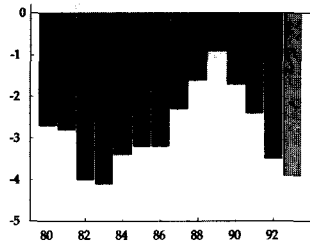
* De auteurs zijn werkzaam bij het Economisch Bureau Buitenland van ABN-AMRO.

1. De G7 bestaat uit de VS (40,3%), Japan (25,1%), Duitsland (10,8%), Frankrijk (8,2%), Italië (6,4%), Verenigd Koninkrijk (5,6%) en Canada (3,6%). Bij de bewerking van de geaggregeerde reeksen is gebruik gemaakt van gewichten op basis van het bbp. Deze gewichten staan tussen haakjes.

Figuur 3. Groei bbp en industriële productie G7, j-o-j, %



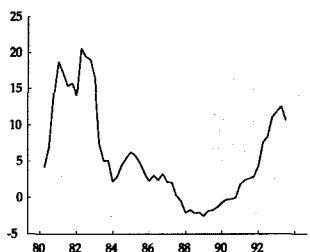
Figuur 4. Financieringstekort G7, % bbp



Figuur 5. Bezettingsgraad G7, %



Figuur 6. Voorraden eindproduct G7, procentuele mutaties



houdende economische groei verhinderde vervolgens niet dat de inflatie in 1986 een dieptepunt wist te bereiken. Dit werd overigens ondersteund door de tijdelijke stagnatie van de industriële activiteit in dat jaar. Na 1986 verde de inflatie wel op bij een sterke conjunctuur, terwijl momenteel weer blijkt (zoals recente Amerikaanse ervaringen onderschrijven) dat een redelijke groei van het bbp best samengaat met lage inflatie.

Blijkbaar was de angst voor een terugkeer van de inflatieniveaus uit de jaren zeventig nog levendig aanwezig, waardoor de inflatieverwachtingscomponent in de lange rente disproportioneel hoog was. Geleidelijk ebde deze angst weg en tussen 1986 en 1990 lijkt het juist dat de beperkte inflatoire druk stevig had postgevat. De reële rente daalde namelijk. Het vertrouwen in het anti-inflatiebeleid van de centrale banken was inmiddels duidelijk toegenomen. Na 1990 kende de reële rente een stabiel verloop.

Gezien het voorafgaande is voor de bepaling van de ontwikkeling van de kapitaalmarktrente de (toekomstige) inflatie van essentieel belang. De toekomstige inflatie is een optelsom van de huidige inflatie plus veranderingen uit hoofde van macro-economische vraag- en kostenontwikkelingen en corrigerend monetair beleid. In het vervolg zal op elk van deze punten worden ingegaan. Vervolgens worden de inflatie- en lange-renteverwachtingen voor 1994 gepresenteerd.

Macro-economische vraag

De conjunctuur

Laagconjunctuur leidt tot minder inflatoire druk. Op deze regel valt echter het nodige af te dingen. Zo was het fenomeen stagflatie (stagnatie van de economische groei in combinatie met hoge inflatie) begin jaren tachtig actueel. Vooral de opeenvolgende stijgingen van de olieprijs leidden tot een schadelijke cost-push.

Zoals blijkt uit de vergelijking tussen figuur 2 (inflatie) en figuur 3 (bbp en industriële productie) leidde de duidelijk aantrekkende economie in 1983 niet tot een toename, maar slechts tot een stagnatie van het inflatietempo. De aan-

Budgettair beleid

Inmiddels bevindt de G7-economie zich in een veel dieper en langer aanhoudend conjunctuurdal dan in 1986. Bovendien wordt vrijwel algemeen verwacht dat wanneer er zich in 1994 al een conjunctuurherstel voordoet, dit niet erg krachtig zal zijn². Van de zijde van het budgettair beleid zal er nauwelijks tegengas worden gegeven. Voor de G7 in totaal zal in 1994 zelfs eerder een beleid worden gevoerd, gericht op terugdringing van het opgelopen financieringstekort (zie figuur 4). Aldus zal de G7-overheid via een restrictieve invloed op de macro-economische vraag de inflatie temperen.

Bezettingsgraad

De onduidelijke relatie tussen conjunctuur en inflatie kan voor een groot deel worden verhelderd door de bezettingsgraad in de beschouwing mee te nemen.

De zeer sterke afname van de inflatie begin jaren tachtig werd namelijk ondersteund door een scherpe daling van de benutting van de aanwezige productiecapaciteit (figuur 5). Bovendien werd een zeer laag bezettingsniveau bereikt. De sinds 1983 aantrekkende economie hoefde niet te leiden tot hogere inflatie vanwege het feit dat de bezettingsgraad niet tot een alarmerend niveau steeg. Zodoende leidde de hoge vraag niet tot knelpunten aan de aanbodzijde van de economie. Pas na 1986 naderde de bezettingsgraad in snel tempo de gevarenzone. De inflatie liep ten gevolge van het vraagoverschot dan ook op tot bijna 6%. De benutting van de productiecapaciteit daalde onder invloed van de recessie vanaf 1990 snel tot onder het gemiddelde van na 1980, waarna de inflatoire spanning weer wegebde.

Ondanks de huidige lage investeringsactiviteit en de hieruit voortvloeiende gematigde toename van de productiecapaciteit, valt er voor de nabije toekomst geen spoedige terugkeer naar een bovengemiddelde bezetting te verwachten. Het conjunctuurherstel zal immers matig zijn. Daarnaast lijkt een forse afschrijving van de huidige relatief jonge kapitaalgoederenvoorraad niet aan de orde. Tot midden 1991 was er immers nog sprake van bijna volledige bezetting. Voorwaarde voor een snel oplopende feitelijke productie en bezettingsgraad is bovendien een laag niveau van de aanwezige voorraden.

Voorraden eindproduct

Wanneer de conjunctuur herstelt, zal een hogere vraag naar eindproducten pas leiden tot hogere productie en dus een hogere bezetting, op het moment dat de voorraadcyclus voldoende is gevorderd. Blijkens figuur 6 is dit momenteel niet het geval.

De economische afkoeling na 1990 heeft de producenten dusdanig verrast dat de voorraadniveaus hoog opliepen. De toch aanzienlijke vermindering van de industriële productie was schijnbaar nog onvoldoende om een oplopende voorraadvorming te voorkomen. Zodoende zal een conjunctuurherstel eerst leiden tot intering op de veel te hoge voorraden alvorens de productie zal worden uitgebreid.

2. De meest recente publikaties van de OESO en IMF onderschrijven dit beeld.

Een dergelijk proces kan relatief snel gaan zoals te zien is uit de ontwikkeling van begin 1982 tot eind 1983. Voorraden verouderen immers in economische zin. Op het moment dat de voorraden werden afgeschreven, stond het sein op groen voor een herstel van de bezettingsgraad. Dit herstel werd evenwel gedragen door een zeer snelle opleving van de G7-economie, hetgeen nu niet in de lijn der verwachtingen ligt. Zodoende wordt verwacht dat de voorraadafbouw relatief traag zal plaatsvinden en als zodanig een bufferfunctie vervult tegen toekomstige opwaartse prijsstijgingen.

Macro-economische kosten

Naast de ontwikkeling van de macro-economische vraag is de ontwikkeling van de macro-economische kosten van belang voor de toekomstige inflatie. Deze kosten zullen immers, indien mogelijk, worden afgewenteld op de prijzen.

Arbeidsmarkt en loondruk

De lonen vormen de belangrijkste kostencomponent. Belangrijk in deze zin is de aan- c.q. afwezigheid van de bekende loon-prijsspiraal. Dit probleem deed zich voor in het begin van de jaren tachtig. Zoals uit figuur 7 en 8 valt op te maken, was de arbeidsmarkt destijds krap. De recessie gekoppeld aan de hoge lonen leidde echter tot een snelle arbeidsuitstoot en hoge werkloosheidsgraad (als % van de beroepsbevolking). Hierdoor werd de loon-prijsspiraal doorbroken.

Ten gevolge van de aanhoudend ruime arbeidsmarkt bereikte de loonstijging eind 1986 een dieptepunt (zoals ook de inflatie). De goede conjunctuur bood vervolgens weer ruimte voor loonstijging.

De jongste recessie veroorzaakte wederom een gevoelige toename van de werkloosheid en vakbonden toonden zich ditmaal bereid om loon voor werk in te leveren. Dit beeld zal voorlopig nauwelijks verandering ondergaan. Naijend op de conjunctuur kan de werkloosheid immers nog verder verslechteren, zodat de loonstijging voorlopig zeer gematigd zal zijn. Bovendien zullen de lonen niet onmiddellijk opveren wanneer de conjunctuur aantrekt. In de VS, waar de conjunctuur en arbeidsmarkt reeds zijn verbeterd, is er nog nauwelijks sprake van opwaartse loondruk.

De nominale loonstijging dient overigens te worden gerelateerd aan de arbeidsproductiviteit. Dit bepaalt namelijk in welke mate een loonstijging leidt tot neerwaartse druk op de winstgevendheid van het bedrijfsleven. Daardoor is het relevant om te kijken naar de ontwikkeling van de arbeidsinkomensquote (aiq), gedefinieerd als bruto toegevoegde waarde minus de kapitaalinkomensquote, waarbij de kapitaalinkomensquote wordt opgevat als een grove maatstaf voor de winstgevendheid (figuur 9).

Een hoge aiq impliceert een lage winstgevendheid. In een dergelijk geval zal een stijging van de aiq ten gevolge van een loonstijging die de arbeidsproductiviteit overtreft, eerder afgewenteld worden op de consumentenprijzen.

Momenteel bevindt de aiq zich niet op een historisch dieptepunt, maar het niveau is relatief gezien laag te noemen. Zodoende kan geconcludeerd worden dat de financiële positie van het bedrijfsleven ten gevolge van de jongste recessie niet al te scherp is aangetast. Aangezien er verwacht wordt dat de conjunctuur zich licht zal herstellen in 1994, terwijl de werkgelegenheidscreatie hierbij achterblijft, zal de aiq dalen als gevolg van de hogere arbeidsproductiviteit. Bij de dan resulterende hogere winstmarges is een afwenteling op de consumentenprijzen niet aan de orde. Bovendien zal in de huidige conjunctuur eerder gekozen worden voor lagere prijzen en behoud van marktaandeel dan voor hogere winstmarges.

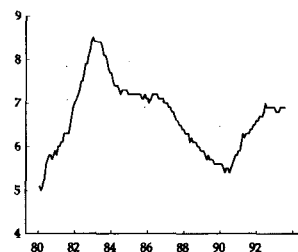
Grondstofkosten

Naast de lonen zijn meerdere factoren van belang die via de kostenzijde kunnen leiden tot een hogere inflatie. Belangrijk is de ontwikkeling van de grondstofprijzen. In figuur 10 is de ontwikkeling van de grondstoffenprijsindex van The Economist weergegeven. Deze index is samengesteld uit industriële grondstoffen (50,2%, waarvan 29,3% metalen en 20,9% agrarische niet-voedsel grondstoffen) en voedsel (49,8%).

Tot eind 1983 hielp de ontwikkeling van de grondstoffenprijs mee aan de daling van de inflatie. De daaropvolgende toename van de grondstoffenprijs kan mede oorzaak zijn geweest van de stagenerende inflatiedaling. Na een aanvankelijke daling volgde er begin 1987 een scherpe stijging. Deze stijging van de grondstoffenprijzen is terug te zien in de heropleving van de inflatie. Vanaf 1989 zorgde de ontwikkeling van de grondstoffenprijzen voor een deflatoire invloed, zij het dat de feitelijke invloed tegenvalt. Onder invloed van de gematigde wereldconjunctuur en -handel zullen de grondstoffenprijzen nauwelijks stijgen. Per saldo lijkt een gunstige invloed op de toekomstige inflatie waarschijnlijk.

In The Economist-index is de olieprijs niet opgenomen. De olieprijsontwikkeling staat weergegeven in figuur 11. Vooral de prijsval van 1986 tot onder de 10 dollar per barrel ten gevolge van de beslissing van Saoedi-Arabië om niet langer als swing-producer van de OPEC op te treden, heeft bijgedragen aan het zeer lage inflatieni-

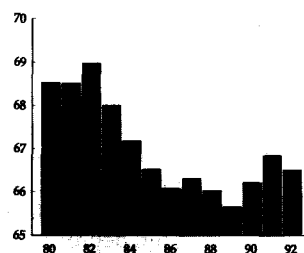
Figuur 7. Werkloosheidsgraad in de G7, in %



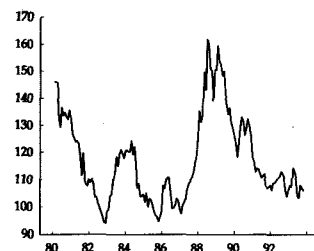
Figuur 8. Uurlonen verwerkte industrie in de G7, j-o-j, in %



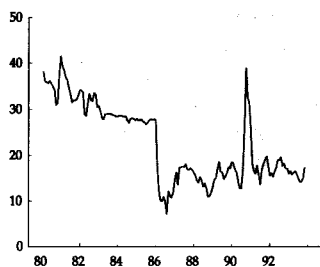
Figuur 9. Arbeidsinkomensquote in de G7, in %



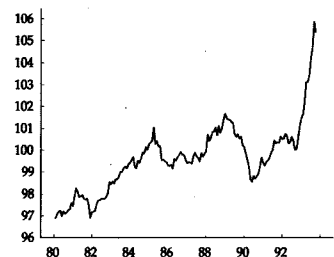
Figuur 10. Economist grondstoffen-prijsindex, 1985 = 100



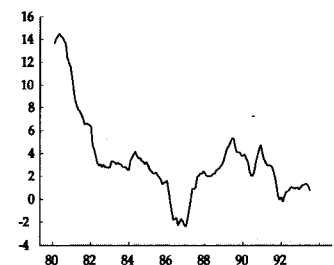
Figuur 11. Olieprijs, Saoedi licht, \$ per barrel



Figuur 12. Index G7-munt, handelsgewogen



Figuur 13. Producentenprijzen G-7



veau in dat jaar. Toch heeft de olieprijs aan belang ingeboet ten opzichte van de jaren zeventig. De G7-landen hebben hun afhankelijkheid verminderd en er is een steeds grotere wig gegroeid tussen de prijs voor ruwe olie en de prijs voor het eindproduct (accijns en energie- c.q. milieubelasting).

Daarbij komt dat de OPEC moeilijk overeenstemming kan bereiken over proportionele productieverminderingen om de richtprijs van 21 dollar per barrel te realiseren. Bovendien hangt de terugkeer van Irak als olie-exporteur nog boven de markt. Overeenstemming tussen de Verenigde Naties en Irak zal zonder meer leiden tot een lagere olieprijs. De olieproductie in Rusland heeft het dieptepunt bijna bereikt. De energieconsumptie in Rusland ontwikkelt zich daarbij zo slecht dat de Russische olie-export zelfs toeneemt. Naar verwachting zal ook van het te verwachten gematigde economische herstel in de wereld geen opwaarts effect uitgaan op de olieprijs.

Wisselkoers

Vanzelfsprekend is ook de ontwikkeling van de wisselkoers van belang. Hoe sterker de munt, hoe lager de importprijzen. Om voor de G7 een benadering van dit effect te vinden, is de index van de effectieve wisselkoers van de afzonderlijk G7-leden via de handelsgewichten geaggregeerd tot de G7 munt (zie figuur 12)³. Tot 1985 bood de appreciatie van de G7-munt ondersteuning aan de afbouw van het inflatoir klimaat. Vervolgens was de invloed op de importprijzen tot medio 1992 licht negatief. Dan zet een scherpe appreciatie in. Deze wordt gedragen door de Amerikaanse dollar en vooral de Japanse yen. In Europa was de Duitse mark relatief sterk, maar Italië en het Verenigd Koninkrijk moesten hun munt flink laten depreciëren. Voor de G7 in totaal zal de recente appreciatie zonder meer een gunstige werking op de inflatie hebben.

Producentenprijs

Het doorgeefluik voor loonstijgingen en grondstoffen- en importprijsontwikkelingen is de producentenprijs (figuur 13). De sterke samenhang met de consumentenprijzen springt in het oog. De producentenprijs is onderhevig aan iets grotere schommelingen dan de consumentenprijzen, hetgeen te verklaren valt uit het feit dat iedere doorberekening van inputprijsveranderingen bij de consument tot onrust zou leiden. Naar verwachting zal de inmiddels al zeer lage stijging van de producentenprijs nog geringer worden. Zowel de

verwachte ontwikkeling van de grondstofprijzen als de geapprecieerde munt wijzen in die richting. Een lagere stijging van producentenprijs zal, gegeven de zwakke conjunctuur, vrijwel zeker worden doorgegeven aan de consument.

Budgettair beleid

Bij de huidige hoge financieringstekorten ontstaat er een dilemma voor de overheden van de G7. Wanneer namelijk de grenzen van de uitgavenreducties zijn bereikt, wordt de afruil tussen het financieringstekort en de inflatie actueel. Deze afruil doet zich minder pregnant voor wanneer de conjunctuur zich gunstig ontwikkelt. Doordat de belastinginkomsten dan progressief toenemen, kan de bestrijding van het financieringstekort relatief eenvoudig via controle van de uitgaven worden bereikt. Van 1983 tot 1990 was dit globaal het geval (zie figuur 4).

Sinds de conjuncturomslag in 1990 is het financieringstekort in de G7 zeer snel opgelopen. Momenteel is de terugdringing van het financieringstekort minder gemakkelijk gezien de conjuncturele tegenwind. De belastinginkomsten nemen hierdoor hooguit beperkt toe. Zodoende zal men bij een serieuze tekortbestrijding niet kunnen ontkomen aan verdere belastingverhogingen naast uitgavenbeperkingen. Met uitzondering van Japan zullen de G7-overheden via de belastingen zeer waarschijnlijk een ongunstige invloed uitoefenen op de inflatie. De contouren voor verhogingen van btw-tarieven, accijnzen, tarieven in de gezondheidszorg en introductie van ecotax, enzovoort tekenen zich reeds af in de respectievelijke begrotingen voor 1994.

Internationale concurrentie

Van belang bij de relatie tussen de ontwikkeling van de macro-economische kosten en de toekomstige inflatie is de mate van internationale concurrentie. Dit bepaalt namelijk de mogelijkheid tot afwenteling van kostenstijgingen in de prijs van eindprodukten. De tendens naar integratie op regionaal en mondiaal niveau lijkt momenteel de concurrentie sterk te stimuleren. Voorbeelden van deze integratie zijn de voltooiing van de Europese interne markt, het wegvalen van het ijzeren gordijn, het streven naar handelsovereenkomsten als NAFTA en GATT en de sterke opkomst van de regio's Zuidoost-Azië en Latijns-Amerika. Deze trend tot mondialisering van markten zal een prijsdrukkend effect sorteren. Ook de inflatie in de tot dusver relatief afgeschermdede dienstensector zal hierdoor duidelijk onder neerwaartse druk kunnen komen.

3. De afzonderlijke munten zijn handelsgewogen. Anders dan bij de andere reeksen is bij de optelling gebruik gemaakt van de G7-handelsgewichten in 1991 van de GATT (VS: 24,9%, Japan: 14,9%, Duitsland: 21,3%, Frankrijk: 12,0%, Italië: 9,5%, VK: 10,6% en Canada 6,8%; het aandeel van de G7 in de totale wereldhandel bedraagt 52%). Bij aggregatie valt de onderlinge handel eruit. Zodoende is de G7-munt handelsgewogen met de rest van de wereld.

Monetair beleid

Zoals hierboven geschetst lijkt het totale inflatiebeeld in de G7 uit hoofde van de verwachte ontwikkeling van de macro-economische vraag en kosten er uitermate comfortabel uit te zien. De vraag stelt zich nu of de monetaire autoriteiten naar aanleiding van dit beeld zullen besluiten tot corrigerende maatregelen die het inflatie- en rentebeeld beïnvloeden.

Het monetaire beleid in de G7 is niet overal op dezelfde leest geschoeid. Gemeenschappelijk is weliswaar de doelstelling om de inflatie te bestrijden, maar in de VS, Japan, Canada en het VK is er in het monetair beleid meer ruimte voor conjuncturele overwegingen dan in continentaal Europa. Vooral de onafhankelijke Bundesbank richt het monetaire beleid exclusief op de inflatiebestrijding. Via de nauwe valutaire band werd dit beleid opgelegd aan Frankrijk en Italië. Inmiddels is de monetaire band tussen Italië en Duitsland verbroken.

De belangrijkste instrumenten van de centrale banken van de G7 zijn de officiële rentetarieven. Bij oplopende inflatoire spanningen wordt de rente verhoogd om de geld- of liquiditeitsgroei af te remmen en zo de inflatieverwachting te verminderen. Een van de variabelen die door de centrale banken en de financiële markten nauwlettend in het oog wordt gehouden, is de ontwikkeling van de monetaire aggregaten (zie figuur 14).

Momenteel wordt veelal een breed aggregaat gevolgd (M2, M2+CD of M3). Hiervoor is M1 & quasi geld een aardige indicator. De groei van de liquiditeitsindicator mag in principe niet hoger liggen dan de potentiële bbp-groei plus aanvaardbaar geachte inflatie. Bij een hogere groei zou immers de inflatie niet alleen worden gevoed, maar ook worden aangejaagd. In deze zin is de groei van M1 vrij hoog, maar het meer relevante M1 & quasi geld vertoont een historisch laag groeipad.

Bij de huidige wegebbende inflatoire spanningen bestaat per saldo in de G7 de neiging om de rente te verlagen. In Europa worden verdere verlagingen van de officiële tarieven verwacht, terwijl het monetair beleid in Noord-Amerika en Japan voorlopig ongewijzigd zal blijven. Daarbij is het van cruciaal belang dat deze monetaire versoepeling het vertrouwen in het anti-inflatiebeleid van de centrale banken niet aantast. Een te snelle monetaire versoepeling zal door de financiële markten worden afgestraft met een hogere lange rente. In het VK is dit na de EMS-uitreding pijnlijk duidelijk geworden.

De uiterst gematigde ontwikkeling van M1 & quasi geld draagt bij aan het vertrouwen dat nodig is om een verlaging van de korte rente in de G7 te laten samengaan met een daling van de kapitaalmarktrente.

Kansen en bedreigingen

Uit de bovenstaande analyse kan de conclusie worden getrokken dat er tot zeker in de tweede helft van 1994 nauwelijks inflatoire spanningen aanwezig zullen zijn, zie tabel 1.

Het gunstige inflatiebeeld geeft ondersteuning aan de verwachting dat de kapitaalmarktrente nog

Tabel 1. Overzicht determinanten inflatievoorspelling

	Toelichting	Conclusie
Inflatie-ervaring	Gematigd tempo verleden drukt verwachting	0/-
Macro-economische vraag		
• Conjunctuur	Herstel slechts zwak	0
• Bezettingsgraad	Geen knelpunten aan de aanbodzijde	0/-
• Voorraadcyclus	Voorraden voorlopig te hoog	0/-
Saldo		0/-
Macro-economische kosten		
• Arbeidsmarkt	Oplopen werkloosheid drukt looneisen	0/-
• Cost push-inflatie	Grondstoffen- en importprijzen laag	0/-
• Budgettair beleid	Afruïl financieringstekort-inflatie actueel	0/+
Saldo		0/-
Monetair beleid	Versoepeling schaadt vertrouwen niet	0
Totaalbeeld inflatie		0/-

een verdere daling kan laten zien. Zeker vanwege de veronderstelling dat de monetaire autoriteiten voor de G7 per saldo de officiële rentetarieven zullen verlagen. Tot de tweede helft van 1994 geldt in ieder geval dat bij de individuele leden van de G7 het monetair beleid soepel c.q. ruim zal zijn. Deze gelijkgerichtheid geeft extra ondersteuning vanwege het feit dat een lange rentedaling in het ene land die in een ander land kan meezuigen. In de afgelopen maanden is de mondiale rally op de obligatiemarkten hiervan een duidelijk bewijs.

Na de eerste helft van 1994 dreigen er echter ook gevaren. Met name de VS bevinden zich dan waarschijnlijk in een conjunctuurfase waarin het monetaire beleid verkrappt kan worden vanwege een toenemend inflatiegevaar. De hieropvolgende ommekeer in de richting van het monetair beleid zal een bodem leggen in de kapitaalmarktrente in de G7. Een andere bedreiging wordt gevormd door de scherp opgelopen financieringstekorten en de geplande bestrijding hiervan. Via de indirecte belastingen zal de inflatie per saldo toenemen. De contouren voor dergelijke stappen liggen reeds vast in de begrotingen voor 1994.

Henk Rozendaal
Gerlof de Vrij

Figuur 14. Groei monetaire aggregaten G7, in %

