

Is inflatie slecht voor de groei?

Het aantal academische zwaargewichten dat zich met een bepaald economisch onderwerp bezighoudt, geeft een aardige indicatie van het belang dat aan dat onderwerp wordt toegekend. Zo bezien, neemt het onderzoek naar de mogelijke effecten van inflatie op de economische groei een vooraanstaande plaats in. Economen als Robert Barro, Stanley Fischer en Michael Bruno hebben daar recent uitvoerig onderzoek naar gedaan¹.

Voor Barro's resultaten hebben veel opzien gebaard, omdat uit zijn analyse naar voren komt dat het effect van inflatie op de groei beperkt is. Kennelijk maakt het niet uit of de monetaire autoriteiten al dan niet een lage inflatie weten te realiseren. Op het eerste gezicht ligt het wellicht ook niet voor de hand enig verband tussen inflatie en groei te veronderstellen. Immers, de neo-klassieke versie van de Phillips-curve leert dat op korte termijn een hogere productie samen gaat met een hoge inflatie, maar dat op lange termijn, wanneer de productie gelijk is aan haar natuurlijke niveau, er géén verband bestaat. Desondanks wordt in de literatuur erkend dat op de langere termijn inflatie een negatief effect kan hebben op de economische groei. Inflatie verhoogt de onzekerheid voor marktpartijen en dit kan via een geringere efficiëntie van het prijsmechanisme en een afgenomen investeringsbereidheid negatief uitwerken op de economische groei.

Barro gaat voor meer dan 100 landen voor de periode 1960-1990 na wat het effect van de inflatie is op de groei van het bbp per capita. Hiertoe wordt een vergelijking geschat waarin naast inflatie als verklarende variabele, o.a. het onderwijsniveau, de investeringen en de overheidsuitgaven zijn opgenomen. Het blijkt dat voor de gehele steekproef de inflatie inderdaad een significant, negatief effect heeft op de groei van het bbp per capita. Dit effect is echter niet groot: een stijging van de jaarlijkse inflatie met 10%-punt per jaar heeft 'slechts' een daling van 0,24%-punt van de jaarlijkse groei van het bbp per capita tot gevolg. Bovendien blijkt inflatie géén noemenswaardig effect op de groei te hebben als de steekproef wordt beperkt tot de landen waarvan de gemiddelde inflatie onder de 10-20% ligt.

Vervolgens gaat Barro in op de vraag of het voor de gehele steekproef gevonden (licht) negatieve verband tussen inflatie en groei ook een causaal verband is. Het valt niet uit te sluiten dat de inflatie mede door de groei wordt bepaald of dat de inflatie en de groei met een niet in de vergelijking opgenomen derde variabele zijn gecorreleerd. Zo zou door een negatieve aanbodschok als een olieprijsstijging zowel de inflatie toenemen als de groei afnemen, daarmee mogelijk – ten onrechte – de suggestie wekkend van een negatief causaal verband tussen inflatie en groei. Om dergelijke problemen te ondervangen maakt Barro gebruik van z.g. instrumentele variabelen. Hiertoe worden in de te schatten vergelijking variabelen opgenomen, zoals de vertraagde inflatie, waarvan mag worden aangenomen

dat ze in de huidige periode enerzijds exogeen zijn en anderzijds een duidelijke relatie met de huidige inflatie hebben. Indien de instrumentele variabele significant negatief is, dan is dit een indicatie voor een negatief causaal verband. Weliswaar heeft de vertraagde inflatie inderdaad een significant negatief effect, maar de gevonden coëfficiënt (-0,020 i.p.v. de genoemde -0,024) blijft laag en de significantie staat of valt wederom met het al dan niet opnemen in de steekproef van landen met een gemiddelde inflatie van meer dan 20%.

Hoe moeten de door Barro gevonden resultaten worden beoordeeld? Allereerst kan worden opgemerkt dat vele andere onderzoekers tot de slotsom zijn gekomen dat het negatieve effect van inflatie op de groei aanzienlijk groter is. Verder berekent Fischer in een vergelijkbare studie dat "per percentage point of inflation, the association between inflation and growth weakens as inflation rises" (Fischer op. cit., blz. 503). Dus, i.t.t. Barro's conclusie, heeft inflatie relatief het grootste effect op de groei voor die landen waar de gemiddelde inflatie relatief laag is en is het negatieve verband tussen inflatie en groei niet te danken aan het opnemen in de steekproef van landen met een extreem hoge inflatie.

Een ander complementair inzicht wordt verstrekt door Bruno. Uit zijn analyse voor de OESO-landen blijkt dat de relatie tussen inflatie en groei niet constant is in de tijd. Zo was in de periode 1955-1993 gedurende langere tijd sprake van een negatief verband tussen inflatie en groei, maar er waren onmiskenbaar ook perioden (jaren zestig, beginjaren tachtig) dat er geen enkel verband was. Bruno maakt aannemelijk dat de oorzaak voor de eventuele negatieve relatie tussen de inflatie en de groei in de beschouwde periode varieerde. In de jaren zeventig (inflatiestijging, groeidalig) werd deze relatie veroorzaakt door contractieve aanbodschokken terwijl in de tweede helft van de jaren tachtig (inflatiedaling, groeistijging) structurele aanpassingen de belangrijkste factor vormden.

Het – onvermijdelijk tentatieve – antwoord op de vraag of inflatie slecht voor de groei is, is dat recent onderzoek aantoonde dat inflatie inderdaad dikwijls een negatief effect heeft. De meningen verschillen echter sterk over het kwantitatieve belang hiervan. Dat is niet zo verwonderlijk omdat de onzekerheidsverhogende werking van inflatie welhaast per definitie moeilijk meetbaar is. Tot slot mag, onafhankelijk van het effect van inflatie op de groei, niet worden vergeten dat er een algemene consensus bestaat over het belang van een lage inflatie. Of zoals *The Economist* naar aanleiding van het onderzoek van Barro stelde: "inflation is disliked in its own right".

Harry Garretsen*

1. R.J. Barro, Inflation and economic growth, *Bank of England Quarterly Bulletin*, mei 1995, blz. 166-176; S. Fischer, The role of macro-economic factors in growth, *Journal of Monetary Economics*, 1993, blz. 485-512; M. Bruno, Inflation and growth in an integrated approach, *NBER Working Paper*, 1993, nr. 4422.

* De auteur is werkzaam bij de afdeling Monetair en economisch beleid van de Nederlandse Bank.