

# Conjunctuur

## Overheid stuwt inflatie op

De angst voor oplopende inflatie staat de laatste tijd weer centraal. Dit geldt tenminste voor Nederland en Duitsland, de twee landen waar de prijsstijging al jarenlang onder die van de andere westerse economieën is gelegen (zie figuur 1 en 2). In de landen om ons heen is juist sprake van een stabiele tot licht dalende inflatie. Ook de OESO voorspelt in haar jongste *Economic Outlook* een dalende inflatie in het gehele OESO-gebied in 1992, maar in onder meer Duitsland en Nederland wordt een stijging verwacht. Hierdoor is bij voorbeeld de Franse inflatie onder die van Duitsland en Nederland gekomen. Een dergelijke ontwikkeling kan vanzelfsprekend repercussies hebben voor de rente-ontwikkeling, niet alleen in de onderhavige landen, maar ook voor die landen in het EMS-blok waar de Duitse mark als anker fungeert. De overheid is de grootste boosdoener voor de stijgende inflatie.

### De oorzaken voor inflatie

In grote lijnen zijn er drie oorzaken voor het oplopen van de inflatie, namelijk de bestedingen, de monetaire ontwikkeling en de (produktie)kosten.

De bestedingsinflatie begint aan de vraagkant: als in een evenwichtssituatie de vraag sterker stijgt dan de productie en er te weinig capaciteit vrij is om aan deze extra vraag te voldoen, zal deze situatie uitmonden in een prijsstijging. Dit geldt dan met name voor de niet-verhandelbare goederen. In Duitsland betreft dit bijvoorbeeld de knelpunten in de bouwsector en de daarmee gepaard gaande stijging van de huren. Andere goederen kunnen uit het buitenland worden geïmporteerd om aan de extra vraag te voldoen. In Duitsland wordt dit zichtbaar in het afnemende handelsoverschot. Ook een ruime geldhoeveelheid kan leiden tot extra vraag. De monetaire eenwording van Duitsland leidde, door de één op één omruil van Oost-

duitse munten in D-marken, tot een toename van de geldhoeveelheid met DM 180 miljard ofwel 15%. De liquiditeiten worden evenwel sneller dan verwacht omgezet in lang spaargeld, waardoor de inflatie-impuls zal meevallen. De totale Duitse geldgroei ligt momenteel op slechts 3,5%. De derde oorzaak ligt aan de kostenkant. Duurder wordende importgoederen leiden tot het oplopen van het algemene prijspeil. Omdat veel producten, met name grondstoffen, in dollars worden afgerekend, zien we de recente dollarstijging terug in de prijzen. Hier staat echter tegenover dat de dollarprijzen van de meeste grondstoffen onder druk staan. Per saldo lijkt het effect van de grondstofprijzdaling groter dan dat van de dollarstijging. Het gecombineerde effect van geïmporteerde inflatie is tot nu toe mee gevallen. Daarnaast loopt, zoals gemeld, in de ons omringende landen de inflatie terug ondanks de duurdere dollar.

Een tweede vorm van kosteninflatie is de stijging van de loonkosten, indien de loonstijging de prijsstijging overtreft. Met name in Duitsland is dit gevaar inderdaad reëel aanwezig. In de industrie worden dit jaar loonsverhogingen betaald van rond 7%. Gezien de arbeidsproductiviteitsstijging een gevaarlijk hoog niveau. En de laatste in dit verband te bespreken oorzaak is de overheid, die bij voorbeeld door haar fiscale beleid rechtstreekse invloed uitoefent op de prijsontwikkeling. In zowel Duitsland als Nederland geldt, dat dit aspect zwaar meeweegt in het oplopen van de inflatie. Op de rol van de overheid zal daarom hieronder nader worden ingegaan.

### Duitse eenwording kostbaar

In Duitsland wordt de politiek geconfronteerd met de gevolgen van de eenwording. De politieke en sociale druk om zo snel mogelijk te ko-

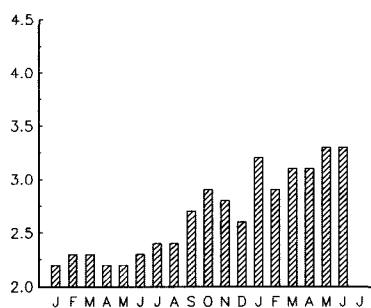
men tot een gelijkstelling tussen oost en west is groot. En hoewel de economie er in de oostelijke deelstaten steeds belabberder voor komt te staan en er geen sprake is van arbeidsproductiviteitsstijging, stijgen de lonen er fors.

Om het effect van de eenwording op de begroting te beperken, ontkomt de Duitse overheid er niet aan de belastingen te verhogen. Naast een hogere belasting op winsten zijn het de hogere accijnzen op bij voorbeeld benzine en tabak, die de inflatie per juli met naar schatting 0,5 tot 0,75 procentpunt opgestuwd hebben. Daarmee komt de prijsstijging op jaarbasis op 4,5%, een niveau dat sinds het begin van de jaren tachtig niet meer gezien is. De aangekondigde btw-verhoging van minimaal 1%, maar misschien zelfs 2% per januari 1993, komt daar straks bij.

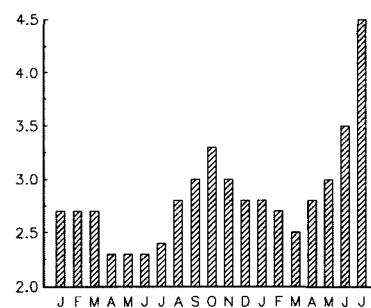
### Problemen in Nederland

Ook in eigen land vormt de overheid een kostenopdrijvende factor, hetgeen gezien de ook hier heersende begrotingsproblematiek geen verwondering wekt. Waren het in eerste instantie de ziektekosten die met terugwerkende kracht tot 1 januari noodzaakten tot een opwaartse bijstelling van de inflatiecijfers, in de cijfers over juli komen de huurstijging met 5,5% en de verhoging van de accijnzen op benzine en tabak daar nog eens bij. Daarnaast lijkt het er op dat voor de eerder geplande btw-verlaging geen geld beschikbaar is. Tot medio mei bedroeg de prijsstijging op jaarbasis al 3,3%. Naar onze verwachting kan die in 1992 oplopen tot tegen 4%. Bij de presentatie van het Centraal Economisch Plan 1991 en het Economisch Beeld 1992 uitte het CPB haar zorgen, en ook De Nederlandsche Bank heeft voor een uit de hand lopende prijsontwikkeling gewaarschuwd.

Figuur 1. Inflatie in Nederland (%)



Figuur 2. Inflatie in Duitsland (%)



---

## **Structurele component**

De argeloze toeschouwer zou kunnen zeggen dat het hier om eenmalige impulsen gaat, die na verloop van tijd ook wel weer uit de jaar op jaar cijfers zullen verdwijnen. Met de onderliggende inflatie zou het dus wel kunnen meevallen. Het gevaar schuilt echter in het feit dat eenmalige impulsen via de lonen omgezet kunnen worden in structurele factoren. Keer op keer wordt de vakbonden gevraagd zich behoudend op te stellen met hun looneisen. In de afgelopen cao-onderhandelingen lijkt er inderdaad sprake van een gematigde opstelling. Het blijkt nu echter dat de onderhandelingen waarschijnlijk gebaseerd zijn geweest op te laag ingeschatte inflatiecijfers. Het zal dan ook steeds moeilijker zijn de werknemers in te tomen, indien de overheid achteraf met prijsopdrijvende maatregelen komt. Het gevaar van een opnieuw optredende loonprijs-spiraal, of in dit verband beter een prijs-loonspiraal, komt zodoende om de hoek kijken. De overheid maakt zich door haar gedrag dus niet erg geloofwaardig tegenover de vakbeweging.

## **Inflatie en belegger**

Voor de belegger biedt bovenstaande schets geen al te aantrekkelijk perspectief. Hoewel hoge rendementen behaald kunnen worden op belegging in vastrentende waarden in Nederland en Duitsland, daalt bij een gelijke nominale rente en oplopende inflatie het reële rendement. Daarnaast moet de kans op verruiming van het monetaire beleid laag worden ingeschat. Integendeel, verwacht wordt dat de Duitse Bundesbank niet ontkomt aan een verder aanhalen van de monetaire teugels. Aan een daling aan de lange kant hoeft voorlopig ook niet te worden gerekend. De mogelijkheid tot koerswinst op obligaties is dus beperkt. Een dergelijk vooruitzicht ontnemt ook aan de aandelenmarkt een belangrijke impuls, waar in het algemeen dalende rentes de aandelen relatief weer aantrekkelijker maken. Hier zullen het vooral de internationale factoren en bedrijfswinsten moeten zijn die de markten van hun plaats krijgen.

## **Bert Zijlmans**

De auteur is verbonden aan het economisch bureau van F. van Lanschot Bankiers.