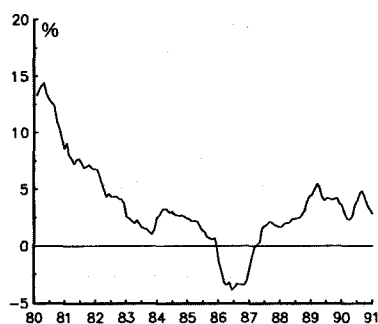


## Inflatie en de G7

In de vergadering van de G7, die zojuist werd gehouden, zal de bezorgdheid over de stijging van de dollar, van circa *f* 1,63 in februari tot circa *f* 2,05 nu, zeker aan de orde zijn geweest. In het vorige overleg zijn er echter ten aanzien van de valutaire ontwikkelingen weinig resultaten geboekt. Dit vloeiende vooral voort uit conflicterende belangen, die ook nu nog actueel zijn. Buiten de Verenigde Staten en Canada is men bevreesd voor een te snelle appreciatie van de dollar vanwege de inflatoire werking. De Amerikanen betitelen het koersverloop van de dollar daarentegen als ordelijk en zijn gebaat bij de appreciatie van hun munt, doordat hiermee de inflatie wordt teruggedrongen en de ruilvoet in gunstige zin wordt beïnvloed. Bovendien schaadt het huidige koersniveau de internationale concurrentiekracht van Amerikaanse producten (nog) niet. Sinds het vorige G7-overleg in juni is de dollar dan ook per saldo geapprecieerd, ondanks interventies op de valutamarkten. Of verdere interventies substantieel effect zullen sorteren is evenwel zeer de vraag. In de slotverklaring van het voorafgaande G7-overleg werd gesteld dat het rentebeleid vooral door binnenlandse overwegingen dient te worden gedictieerd. Ondersteuning van valutaire interventie met het rente-instrument ligt dan ook niet in de lijn der verwachting.

**Figuur 1. Gew. gemiddelde producentenprijzen, jaar op jaar mutatie**



### Monetaire politiek

Wat betreft het monetaire beleid van de landen van de G7 hief de voorzitter van het bestuur van de BIS, Bengt Dennis, tijdens de presentatie van het jaarverslag over 1990 onlangs nog zeer nadrukkelijk een waarschuwend vinger.

Nu het begrotingsbeleid, vooral in verband met de reeds omvangrijke publieke schuld in veel landen, niet ingezet kan worden om de conjunctuur een handje te helpen, wordt door sommigen veel heil verwacht van een verruiming van het monetaire beleid. Volgens de BIS is de monetaire politiek echter niet geschikt als instrumentarium om de conjunctuur te stimuleren. Daarenboven meent de BIS dat de inflatoire risico's dreigen te worden onderschat. De inflatie in de belangrijkste industrielanden is weliswaar niet bijzonder hoog, maar gelet op de olieprijs dit jaar had de BIS een lager inflatietempo verwacht. Bovendien wijst de BIS op processen van financiële innovatie en integratie van financiële markten, die de mogelijkheden voor de monetaire autoriteiten hebben beperkt. Deze opmerkingen doen weinig recht aan het in de VS door de Fed gevoerde beleid. Vanaf oktober vorig jaar heeft de Fed een monetaire versoepeling doorgevoerd die algemeen als een belangrijke oorzaak wordt gezien voor het feit dat de recessie mild is gebleven. En hoewel de korte-rentetarieven per saldo fors zijn gedaald is het optreden van de Fed omzichtig te noemen. De rente werd immers voortdurend in kleine stapjes naar beneden gebracht. Feitelijk zou derhalve niet zozeer over een agressieve, maar over een doortastende versoepeling dienen te worden gesproken.

### Inflatoire druk

Hoewel de inflatie na de olieprijsdaling van begin 1986 geleidelijk is op-

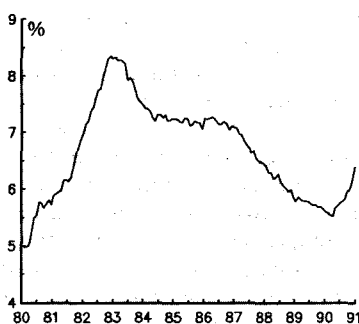
gelopen, is slechts in een enkel land een alarmerend niveau bereikt. In die landen is de top inmiddels overigens gepasseerd. In de meeste landen was sprake van een beperkte versnelling van het inflatietempo. Volgens het IMF en de OESO zal de gemiddelde inflatie in de G7 in '91 en '92 afnemen. Dit hangt mede samen met het gedaalde groeitempo van de diverse economieën. Drie landen van de G7 (VS, VK en Canada) bevinden zich zelfs in recessie, in Italië en Frankrijk is min of meer sprake van stagnatie en slechts in Duitsland en Japan wordt een hoog groeitempo gerealiseerd. In deze laatste twee landen zijn overigens tekenen van verzwakking waar te nemen. In de andere landen zal zich in het tweede deel van 1991 of in 1992 weliswaar een herstel aftekenen, maar er is voldoende aanleiding te veronderstellen dat het herstel relatief gematigd zal zijn. Toch meent de BIS dat er risico's zijn.

In de figuren wordt een aantal factoren weergegeven die enig licht kunnen werpen op de vraag of er momenteel sprake is van belangrijke inflatoire druk. De figuren hebben betrekking op de G7 als geheel. Daarbij dient te worden opgemerkt dat in sommige gevallen belangrijke verschillen tussen de diverse landen bestaan. Daarnaast sluiten de nationale statistieken niet steeds goed op elkaar aan, zodat de figuren slechts ruwe indicaties geven.

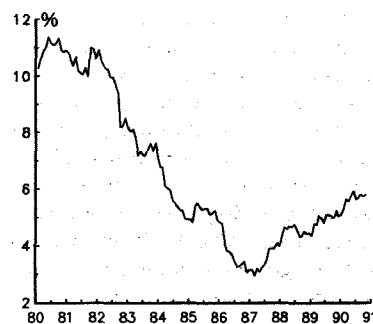
Figuur 1 geeft de ontwikkeling weer van de groothandelsprijzen/productentenprijzen, een indicator van wat er aan inflatie in de pijplijn zit. Blijkens de figuur valt dat momenteel nogal mee. Het ziet er zelfs naar uit dat de inflatie, gemeten aan het consumptieprijspeil, de komende tijd wat zal kunnen dalen.

Figuur 2 geeft de ontwikkeling van de werkloosheid aan. Door de conjunctu-  
rele vertraging is de werkloosheid op-

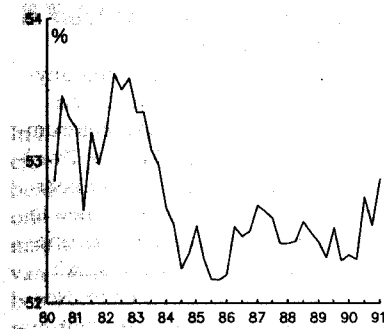
**Figuur 2. Gemiddelde werkloosheid**



**Figuur 3. Gew. gemiddelde loonontwikkeling, jaar op jaar mutatie**



**Figuur 4. Gewogen gemiddelde aig, G7 excl. Frankrijk en Italië**



gelopen. De BIS merkt evenwel op dat stijgende werkloosheid zich niet direct vertaalt in loonmatiging. Dit blijkt inderdaad uit figuur 3. Ondanks een toename van de werkloosheid is de loonstijging in de G7-landen krachtiger geworden.

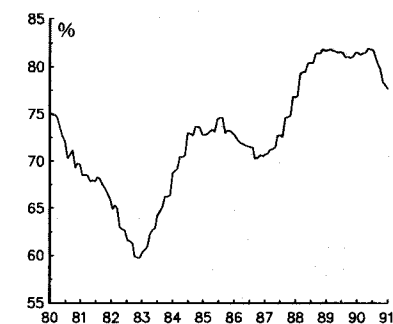
Tegelijkertijd echter kan het tempo van loonstijging (nog) niet exorbitant genoemd worden en zal de veruiming van de arbeidsmarkt in ieder geval ten dele een opwaartse loondruk tegengaan.

Figuur 4 geeft een indruk van de arbeidsinkomensquote in de G7-landen. Momenteel bevindt deze indicator zich, bezien in historisch perspectief, op een relatief laag niveau. Dit impliceert dat een loon-prijsspiraal zich minder gemakkelijk zal voordoen dan in het verleden. De ruimte voor inkrimping van winstmarges zal gedurende enige tijd kunnen voorkomen dat zich een loon-prijsspiraal voordoet. De recessie (en haar voorspel) hebben de arbeidsinkomensquote in Canada en het VK de laatste jaren fors doen stijgen, waarmee deze landen binnen de G7 een sterk afwijkende positie innemen.

Uit figuur 5 blijkt dat de bezettingsgraad in de G7 de laatste kwartalen is gedaald. Dit geldt zelfs voor Duitsland alhoewel de mate van capaciteitsbenutting in dat land nog zeer hoog is. Voor de G7 als geheel geldt echter dat knelpunten vanuit die hoek niet direct in het verschiep liggen, aangezien een conjunctureel herstel niet snel betekent dat de capaciteitsgrenzen worden benaderd of zelfs doorbroken.

Figuur 6 ten slotte, biedt inzicht in de inflatoire druk van de zijde van de grondstoffen. De CRB-futures index wordt vooral door de Fed nauwlettend gevolgd. Van een belangrijke stijging van grondstoffenprijzen is voorlopig geen sprake. Andere indicatoren op dit gebied wijzen in dezelfde richting.

**Figuur 5. Gewogen gemiddelde bezettingsgraad**



### Slot

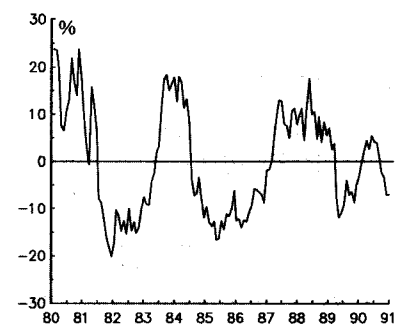
De BIS heeft erop gewezen dat het voorkomen van inflatie beter en vooral minder kostbaar is dan het bestrijden ervan. Ongetwijfeld is dat waar, maar gelet op de conjuncturele situatie in de G7-landen en de hierboven weergegeven figuren is de waarschuwing van de BIS dat de gevaren voor inflatie worden onderschat toch wat overdreven. De vergadering van de G7 kende de inflatiebestrijding dan ook niet de hoogste prioriteit toe, aangezien een opleving van de inflatie in de G7 als geheel zeker niet op de loer ligt. De OESO bevestigde dit nog in de recentste *Economic Outlook*<sup>1</sup>:

"Grounds for concern about inflation over the short term have been reduced: the reversal of earlier oil-price rises has fed through to consumer and retail prices, while the opening up of employment and output gaps is relieving the upward pressure on wages and prices that had been evident a year ago".

Wel is de situatie in Japan en Duitsland dreigender dan elders. Bovendien leidt de gestegen dollarkoers tot inflatoire druk buiten de VS en Canada.

Voor de G7-landen was de waarschuwende vinger van de BIS eigenlijk niet nodig. In Japan en Duitsland houden de monetaire autoriteiten het beleid toch wel krap, terwijl Frankrijk en Italië in verband met hun valutaire beleid weinig ruimte hebben voor een zelfstandig monetair beleid. Ondanks de stagnatie van de economie in deze landen leidt het krappe beleid in Duitsland zodoende tot hoge (korte) reële rentetarieven (circa 6%). In het VK vindt al enige tijd een versoepeling van het beleid plaats. De 'base rate' bedraagt evenwel nog 11% terwijl de inflatie gedaald is tot minder dan 6%. Vooral doordat er nog geen tekenen van conjunctuurherstel zijn – er is al circa een jaar sprake van reces-

**Figuur 6. Grondstoffenprijnsindex (CRB-futures), jaar op jaar mutatie**



sie – en de inflatie sterk daalt, is er noodzaak en ruimte voor verdere rentedaling zonder dat er van onverantwoord ruim monetair beleid sprake kan zijn. Ook in Canada woedt een recessie. De regering in dat land springt echter zeer behoedzaam om met het rentewapen. Daarnaast hebben de monetaire autoriteiten zich recentelijk sterk gecommitteerd aan het totaal uitbannen van inflatie. Bovendien moeten de Canadezen bij hun monetaire beleid acht slaan op de ontwikkeling van hun munt ten opzicht van de Amerikaanse dollar. Ten slotte is de waarschuwing van de BIS niet relevant voor de VS. Tekenen van conjunctuurherstel dienen zich aan zodat de Fed niet meer over hoeft te gaan tot een verdere versoepeling.

### Han de Jong Gerlof de Vrij

De auteurs zijn werkzaam bij de Economische Afdeling Buitenland van de ABN AMRO Bank.

1. OESO, *Economic Outlook*, juli 1991, blz. ix.