

Klaar om de vorige oorlog te winnen

Hoewel wij economen aannemen dat wij vooruitkijken, komen onze verwachtingen meestal voort uit ons kortetermijngeheugen. Wat kun je dus verwachten na decennia van dalende rente en inflatie? Wel, dat wij nu met zijn allen het inflatierisico onderschatten.

Het is inmiddels veertig jaar geleden dat Paul Volcker als Voorzitter van de FED de rente in een paar jaar tijd verdubbelde naar 20% en zo een eind maakte aan meer dan 10% inflatie. Voorbij was het tijdperk van stagflatie, de combinatie van hoge inflatie met hoge werkloosheid. Eerst trok de inflatie zich terug en met enige vertraging volgde de rente. Het wantrouwen van beleggers zat diep. Het duurde even voordat zij hun inflatieverwachting aanpasten.

Het was niet alleen aan centrale bankiers te danken dat de inflatie verschrompelde. Vanaf de jaren negentig werden zij geholpen door een vloedgolf aan nieuwe arbeidskrachten in Oost-Europa, Rusland en vooral China, die de mondiale productiecapaciteit vergrootten. Bovendien kregen westerse ondernemingen toegang tot landen waar zij goedkoper goederen konden fabriceren. China deed daar zelf nog een schepje bovenop met zijn mercantilisme. Als prijsvechter, gewapend met overheidssubsidies en een ondergewaardeerde wisselkoers, verlaagde China wereldwijd de inflatie.

Westerse centrale banken hielden met hun beleid geen rekening met deze unieke aanbodschock. De meesten bleven mikken op een inflatiedoel van 2%. Dit getal is enigszins willekeurig, maar het stamt uit de tijd dat de Chinese reus nog sliep. Koersend op deze 2% lieten centrale banken de monetaire teugels eigenlijk te veel vieren. Daarmee stimuleerden zij zeepbellen in de kredietverlening, zeepbellen op de huizenmarkten en zeepbellen op de aandelenmarkten.

Telkens als zo'n zeepbel barstte, stimuleerden zij de kredietverlening met dubbele energie, uit angst voor een financiële crisis

en deflatie. Zo ging het na de internetbubbel van eind jaren '90, na de grote kredietcrisis van 2007-2008, maar ook na de eurocrisis van 2011-2012. Inmiddels zit de wereld dieper in de schulden dan ooit. Dat is voor een klein deel te wijten aan de COVID-19-crisis, maar weerspiegelt vooral een trend die al decennia aan de gang is.

Sinds 2020 staan de monetaire sluisen wijder open dan ooit. Doel is te voorkomen dat de pandemie uitmondt in een depressie. De groei van de geldhoeveelheid in de Verenigde Staten, Europa en Japan bereikt intussen snelheden die wij lang niet hebben meegemaakt. Het zag er een tijdje naar uit dat die geldgroei geen hogere consumptieprijzen veroorzaakte. Maar in de Verenigde Staten bedraagt de inflatie nu 4%. Maak je geen zorgen, zo stelt de FED, dit is tijdelijk. Het gaat voorbij.

De voormalige Britse centrale bankier Charles Goodhart vertrouwt deze sussende woorden niet. Samen met Manoj Pradhan laat hij in 'The Great Demographic Reversal' zien dat de deflatoire meevaller uit China voorbij is. De komende decennia gaat het wereldwijde arbeidsaanbod afnemen. De wereldbevolking gaat vergrijzen. Centrale bankiers verliezen daarmee een bondgenoot.

Het gedachtegoed van Goodhart en Pradhan sijpelt nog niet door in de economische scenario's die pensioenfondsen gebruiken voor hun beleggingsbeleid. Integendeel. Als je de rentevoorspellingen bekijkt, lijkt het op een wedstrijd wie de laagste rente durft te veronderstellen. Getekend door decennia van deflatie verwacht niemand dat centrale banken de controle over inflatie gaan verliezen. Wie zijn beleggingsportefeuille hierop inricht, kijkt de oude vijand recht in zijn ogen. Het risico is dat achter onze rug een nieuwe vijand dichterbij sluipt. ■

Bruno de Haas schreef deze column op persoonlijke titel. Het artikel geeft niet noodzakelijkerwijs de mening van MPD weer.



Door **Bruno de Haas**,
Manager Bestuurs-
adviesing en Beleg-
gingsstrateeg, Media
Pensioen Diensten