

Blijft het inflatiespook rondwaren en angst aanjagen?

Het antwoord op de vraag of de inflatie tijdelijk of structureel hoger zal liggen, is essentieel voor de vooruitzichten voor de financiële markten in de komende kwartalen (en jaren).

Door Maarten Spek en Andy Langenkamp

Op het moment van schrijven denken verreweg de meeste economen dat de economische groei gedurende de komende kwartalen hoog blijft en de inflatie oploopt als gevolg van de inhaalvraag en een zeer ruim monetair en fiscaal beleid. Is dit tijdelijk of krijgen we te maken met een aanhoudende hoge inflatie?

Veel centrale banken hebben om verschillende redenen een inflatie-target van (iets onder de) 2%:

- Zij willen deflatie voorkomen, omdat schulden in reële termen dan zwaarder wegen, bedrijven en consumenten aankopen uitstellen en de economie wordt afgeremd.
- 2% inflatie zorgt voor een veilige marge in het geval dat een recessie of een negatieve schok de inflatie omlaagdrukt.
- Bij 2% inflatie staat de rente normaal gesproken

rond of boven datzelfde niveau, waardoor er ruimte is voor renteverlagingen bij een economische schok of een recessie.

De afgelopen decennia ontstond er een structureel neerwaartse druk op westerse consumentenprijzen door globalisering en daarmee gepaard gaande dalende importinflatie. Daarnaast ondervonden werknemers in de Verenigde Staten en Europa concurrentie van goedkopere werknemers elders, waardoor lonen in reële termen stagneerden of zelfs daalden.

Centrale banken hebben daarom het monetair beleid steeds meer verruimd. Daarbij speelde een rol dat consumenten en bedrijven door lagere rentes en minder regulering meer konden lenen, waardoor de totale schulden als percentage van de econo-

mie opliepen. Zo werd de economie kwetsbaarder, terwijl er door steeds lagere rentes minder ruimte was om de economie door middel van renteverlagingen te stimuleren. Om toch te kunnen stimuleren, creëerden centrale banken extra geld en kochten ze op grote schaal staatsobligaties, zodat langetermijnrentes kunstmatig laag bleven. Ook werden beleggers hierdoor gedwongen meer in risicovollere assets te beleggen, waardoor de prijzen stegen en mensen zich welvarender voelden en meer gingen lenen en consumeren.

Aan deze strategie kleven echter nadelen:

- Risico op bubbelvorming van assets.
- Het wordt aantrekkelijker om meer met geleend geld te beleggen. De financiële sector is hierdoor steeds groter geworden en absorbeert veel van het geld dat centrale banken creëren in plaats van dat het naar de reële economie stroomt. Hierdoor neemt de ongelijkheid toe. Welvarende huishoudens met veel assets worden rijker, terwijl overige huishoudens nauwelijks profiteren.

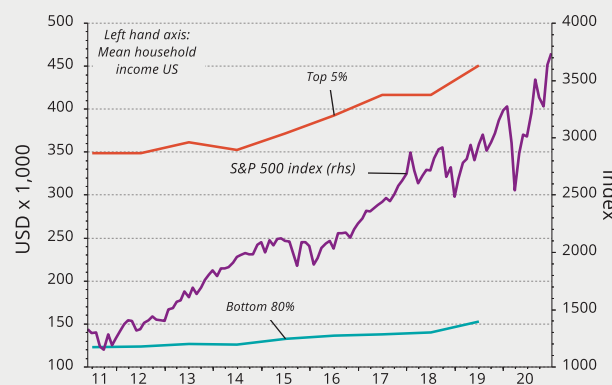
Dit vergroot de druk op overheden om ongelijkheid te verkleinen en actiever de economie te stimuleren.

En centrale banken willen er eerst zeker van zijn dat de inflatie boven hun target ligt, voordat ze het monetair beleid echt verkrapen. Daarnaast wil de ECB een grotere rol spelen bij de verduurzaming van de economie en de FED wil de werkgelegenheid onder minderheden bevorderen. Overheden en centrale banken zullen voorlopig dus doorgaan met stimuleren, ook al stijgt de inflatie.

Net als centrale bankiers denken ook veel economen dat de huidige stijging van de CPI-inflatie tijdelijk is:

- Base effects en bottlenecks zijn meestal tijdelijk.
- De schulden als percentage van de economie zijn nog verder opgelopen. Dit heeft een remmend effect op de economie.
- Er is nog veel reservecapaciteit in de industrie en op de arbeidsmarkt.
- Op rate of change-basis neemt het positieve effect van fiscale stimulansen af.
- In de VS stijgt de productiviteit en investeren bedrijven meer in tech-

FIGUUR 1: RISING INEQUALITY & A BOOM IN ASSET PRICES HAVE GONE HAND IN HAND



Bron: Revintiv Datastream / ECR Research.

nologie, waardoor de arbeidsproductiviteit verder kan groeien.

We moeten bij dit inflatie-verhaal iets essentieels voor ogen houden: er is alleen sprake van lage inflatie geweest als je de inflatiedefinitie beperkt tot 'stijging van de CPI'. Prijzen buiten het mandje van consumentengoederen die de CPI bepalen, zijn veel harder gestegen. Dat geldt met name voor de prijzen van assets. Deze liggen vaak ver boven hun onderliggende economische waarde.

Deze situatie, waarbij geldcreatie vooral assetprijzen omhoogstuwt en nauwelijks de CPI, duurt niet lang meer:

- De weerstand tegen hoge overheidstekorten is veel minder geworden. Fiscaal beleid wordt nu gezien als oplossing om de langdurige lage groei te doorbreken en om de ongelijkheid kleiner te maken. Herverdeling zal vooral komen via extra belasting voor bedrijven en kapitaalwinsten en steun voor lage inkomens. Dit betekent dat kapitaalkrachtigen (die relatief weinig inkomen

consumeren) interen en degenen die vrijwel het gehele inkomen consumeren erop vooruitgaan. De balansen van consumenten staan er goed voor, dus de mogelijkheid om veel meer te lenen is er ook. Bij een stijgende vraag zullen ook bedrijven extra lenen om meer te investeren. Door deze factoren zal veel van de monetaire geldcreatie direct naar de reële economie stromen, met meer CPI-inflatie tot gevolg.

- Waarderingen van assetprijzen naderen of raken een plafond. Die voor aandelen en huizenprijzen zijn vergelijkbaar met perioden in het verleden waarbij sprake was van duidelijke bubbels. De waarderingen worden nu gerechtvaardigd door de verwachting van lage rentes en hoge winstgroei. De winsten kunnen echter tegen een achtergrond van stijgende grondstoffen en lonen alleen toenemen als de afzet sterk verbetert en/of afzetprijzen sterker verhoogd kunnen worden. Dit betekent hogere economische groei en/of hogere inflatie. Beide wijzen op hogere rentes,

die weer negatief zijn voor waarderingen.

- Een grotere rol voor fiscaal beleid zien we bijdragen aan deglobalisering en protectionisme. Overheden willen voorkomen dat hun stimulansen via extra importen weglekken naar het buitenland.
- Vergrijzing leidt tot krapte op de arbeidsmarkt en besparingen nemen af naarmate er meer gepensioneerd komen die hun vermogen 'opeten'. Beide verhogen de opwaartse druk op de CPI.
- Op langere termijn zal afnemend vertrouwen in de waardevastheid van geld een rol spelen als hogere inflatie een structureler karakter krijgt en centrale banken niet of maar beperkt durven te verkrappen. Beleggers schuiven dan richting real assets, waaronder grondstoffen.

Vanwege het bovenstaande verwachten we voor de komende jaren per saldo meer opwaartse druk op de CPI. In welke mate dit het geval zal zijn, hangt voor een groot deel af van de productiviteitsstijging. Deze lag de afgelopen jaren op een laag niveau, maar innovaties die het afgelopen jaar op grote schaal zijn geadopteerd en toenemende investeringen in technologie kunnen een boost geven. Daartegenover staat dat de productiviteit negatief beïnvloed wordt door de vele zombiedrijven en de ontwikkeling dat veel meer mensen weer in de dienstensector gaan werken, waar de productiviteit vaak lager ligt. Een sterke stijging van de productiviteit verwachten we daarom niet snel. ■



Maarten Spek

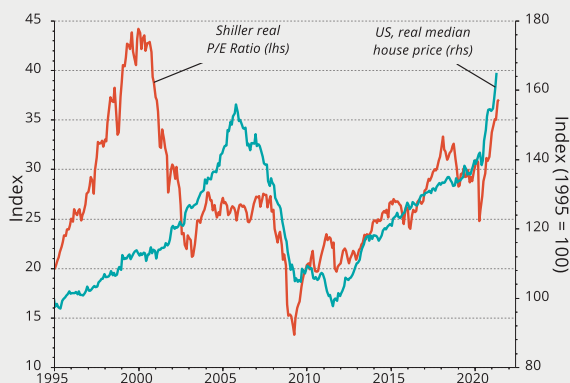
Senior Analyst Financial Markets, ECR Research



Andy Langenkamp

Senior Political Analyst, ECR Research

FIGUUR 2: VALUATIONS LEVELS CLOSE OR ABOVE PREVIOUS BUBBLE LEVELS



Bron: Revinitiv Datastream / ECR Research.

IN HET KORT

Concluderend houden we voor de komende paar maanden rekening met nog verder oplopende inflatie(verwachtingen), maar daarna volgt een periode van enkele maanden tot kwartalen van afnemende inflatieangst.

Dit laatste is het gevolg van het verdwijnen van base effects en bottlenecks.

Bovendien verwachten we dat, als gevolg van minder overheidssteun, meer mensen een baan zullen zoeken, waardoor de loonstijgingen tijdelijk afnemen.

Op de langere termijn zal de inflatie wel sterk stijgen.