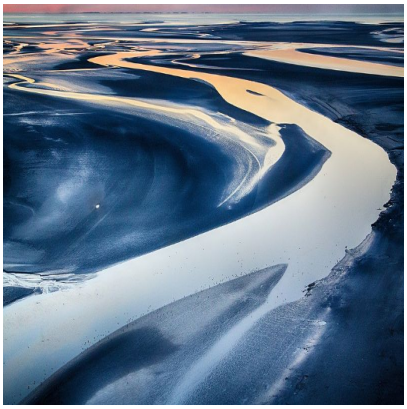
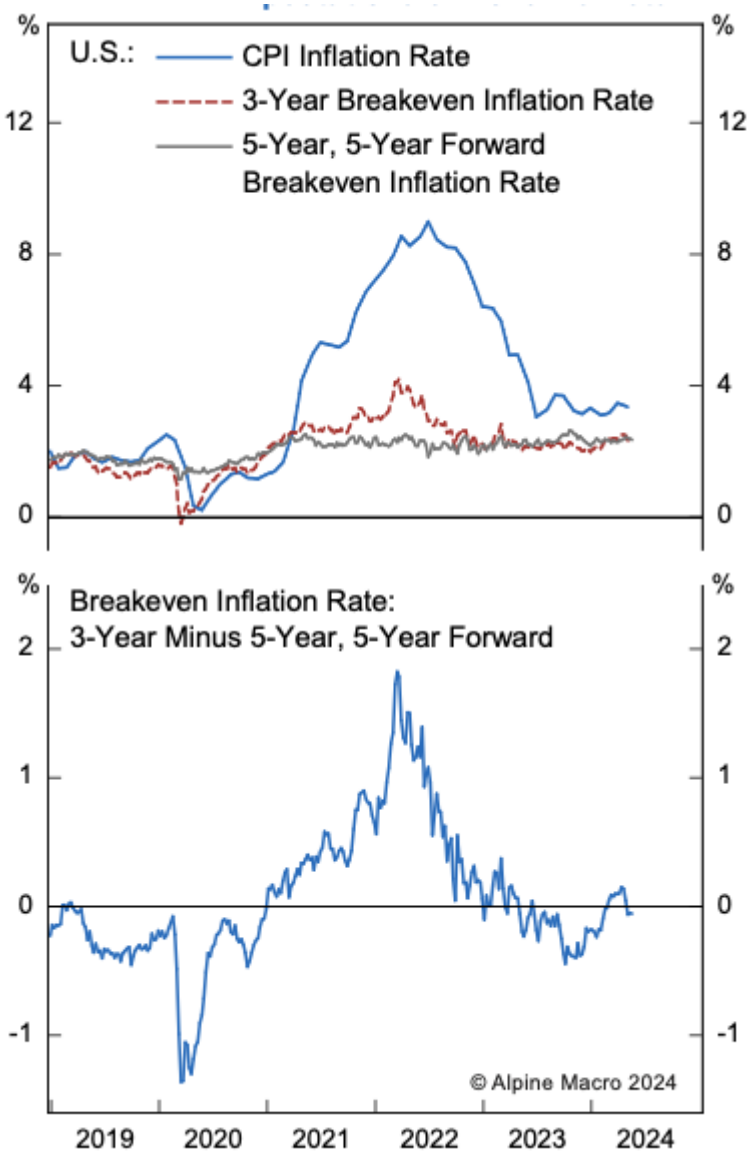


Inflatie: eerst lager, daarna hoger

Beschrijving

Voorspellen is lastig, vooral als het over de toekomst gaat. Er zijn meestal zowel argumenten voor als argumenten tegen. Een oplossing is om een voorspelling te schetsen in scenarioâ??s, maar het nadeel is dat er dan nog geen duidelijke uitspraak staat over de toekomst. Om toch een evenwichtig antwoord te geven, ontstaat de verleiding om te stellen dat de markt eerst omhooggaat en daarna omlaag (of omgekeerd), maar meestal wordt zoâ??n voorspelling ingehaald door het feit dat markten sterk de neiging hebben om vooruit te kijken en gebeurtenissen op korte termijn lijken te negeren. Toch zijn er bij de ontwikkeling van de inflatie voldoende argumenten aan te geven waarom die toch eerst nog verder omlaaggaat en pas op termijn weer omhoog.



Nog meer desinflatie

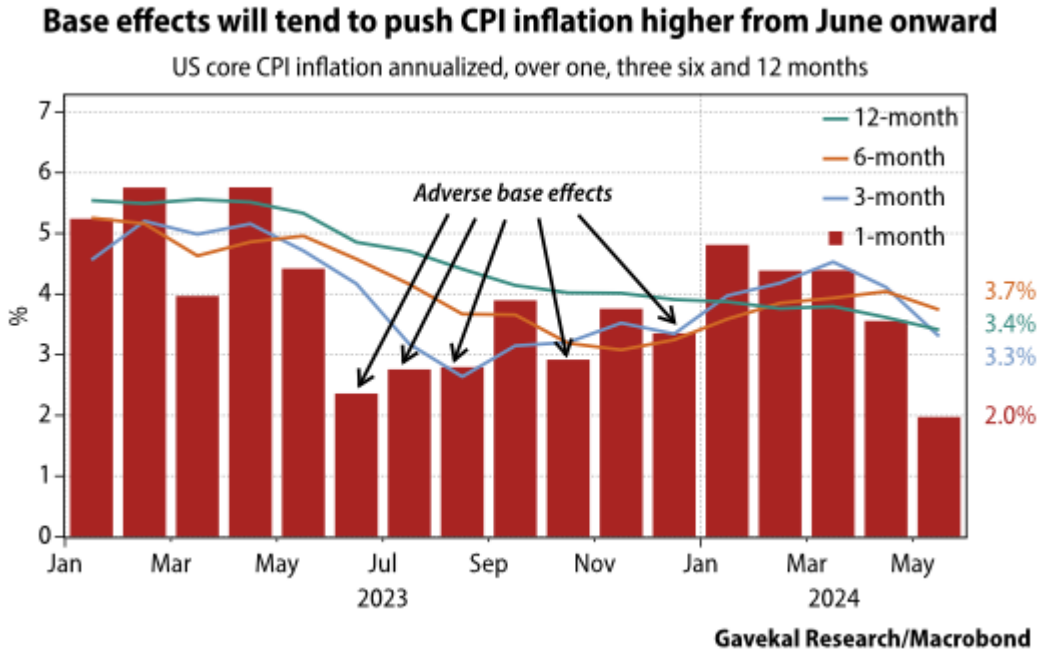
Alle belangrijke indicatoren geven aan dat er de rest van het jaar sprake is van desinflatie. Meestal is wat dat betreft de obligatiemarkt slimmer dan welke voorspellers ook. In 2022, toen iedereen inflatie of zelfs hyperinflatie vreesde, voorzag de obligatiemarkt al dat het een tijdelijk fenomeen zou zijn. De inflatie had dit keer drie oorzaken.

1. De eerste golf was het gevolg de reactie op Corona. Voor wat betreft het overheidsingrijpen was die erg zwaar, voor een belangrijk deel het gevolg van de collectieve angst via sociale media. Onderdeel van dat overheidsingrijpen was dat de overheid veel liquiditeit injecteerde in de economie. Dat leek gelijk aan de forse injecties na de Grote FinanciÃ«le Crisis. Die veroorzaakten geen inflatie, omdat al die liquiditeit werd gebruikt om de gaten in het financiÃ«le systeem te dichten. Nu ging er opeens 30 procent meer liquiditeit in de reÃ«le economie. Tegelijkertijd moesten consumenten thuisblijven en konden ook niet op vakantie. Maar liefst driekwart van de werklozen in de Verenigde Staten ontving meer geld van de overheid dan toen ze nog aan het werk waren. Ze konden daarmee niet naar de kroeg of op vakantie, ze konden alleen maar

spullen kopen. Die worden tegenwoordig gemaakt in China en in korte tijd steeg daar de export niet geheel toevallig met 30 procent. Vreemd dat niet alle containers op de juiste plek stonden. Deze inflatie ligt inmiddels weer achter ons. Post-Corona was er zelfs sprake van deflatie voor wat betreft goederen, maar ook dat is vrijwel geÃ«galiseerd, al exporteert China nog altijd deflatie.

2. De tweede inflatiegolf werd veroorzaakt door de Russische inval in OekraÃ¯ne. Deze was vooral merkbaar in energieprijzen en voedselprijzen. Nu bestaat feitelijk alles uit energie dus dat heeft ook belangrijke tweede ronde effecten. Ook voedselprijzen (die voor 70 procent bestaan uit energie) stegen sterk. Oorlogen zorgen per definitie voor meer inflatie, alleen lukte het de economie om zich vrij snel aan te passen. Europa moest in snel tempo van het Russische aardgas af, maar importeert dat deels in vloeibare vorm (LNG) weer uit andere landen. Per saldo zitten er nog voldoende gaten in de Russische boycot zodat ook deze inflatie veel minder een probleem is.
3. De derde inflatiegolf komt van de bedrijven die als gevolg van de eerder opgelopen inflatie hun prijzen konden verhogen. Zelfs als de kosten niet of nauwelijks stegen, kreeg zoâ??n beetje elk bedrijf meer pricing power. Ondernemers konden verwijzen naar de Coronacrisis of naar de Russische inval, of anders naar het feit dat overal de prijzen fors stegen. Dit wordt ook wel graaiflatie genoemd, maar een bedrijf dat gestegen kosten niet door kan berekenen, is geen lang leven beschoren. Nu inflatie grotendeels is genormaliseerd gaan de meeste prijzen ook weer omlaag, al blijft die in segmenten waar daarvoor al sprake van schaarste was (huizenmarkt) langer hoog. Uiteindelijk zorgt concurrentie in een vrije markt ervoor dat prijzen dalen, de natuurlijke staat van het kapitalisme.

Centrale bankiers hadden het dus aanvankelijk bij het juiste eind door te stellen dat inflatie een tijdelijk fenomeen zou zijn. Alleen zijn ze bezweken onder druk van de (sociale) media door op een gegeven moment hard in te grijpen. Omdat ze daarmee erkenden dat ze fout zaten, houden ze nu de rente langer hoog. Centrale bankiers hebben vreemd genoeg de neiging om vooral naar inflatie en werkloosheid te kijken, twee â??laggingâ?? indicatoren, terwijl cijfers die wat kunnen zeggen over inflatie in de toekomst wijzen op meer desinflatie, niet op meer inflatie.



Inflatie op termijn

De recente opleving in de inflatie in de eerste drie maanden van dit jaar zorgde voor commotie en gaf aanleiding voor de argumentatie dat inflatie langer hoog zou blijven en niet zo snel meer onder de 2 procent zou duiken. Nu is dat voor centrale bankiers helemaal niet zo erg. De schuldenberg bij de overheid is sterk gestegen en reflatie of financiÃ«le repressie is dan eerder een oplossing. Nu bleek al tijdens de publicatie van die inflatiecijfers dat dit vooral kwam door incidentele factoren. In het overgrote deel van het inflatiemandje daalden gewoon de prijzen. Ook hier is de obligatiemarkt nog altijd de beste indicator. Toch zijn er op wat langere termijn voldoende argumenten voor een structureel hoger inflatieniveau:

1. Deglobalisering zorgt ervoor dat er meer lokaal wordt geproduceerd. En de belangrijkste reden om de productie ver weg onder te brengen was een gevolg van de prijs. Dichtbij produceren is duurder al zitten er ook voordelen aan zoals minder voorraden, beter inspelen op consumentenvoorkeuren en meer flexibiliteit in het algemeen. Bovendien kunnen de kosten worden gedrukt door mensen te vervangen door machines (robots).
2. Door de vergrijzing gaan er minder mensen produceren, maar wel meer mensen consumeren. Verschil met vroeger is dat deze pensionadoâ??s de eerste generatie is die volop hebben gespaard voor hun pensioen. Jarenlang hebben ze tot wel anderhalve dag per week gewerkt, maar niet geconsumeerd. Die uitgestelde consumptie volgt in de komende jaren.
3. Bedrijven opereren steeds minder in een vrije markt. Op het moment dat er voldoende concurrentie is, kunnen prijzen maar Ã©Ã©n kant op en dat is omlaag. In de natuurlijke staat van het kapitalisme is er sprake is van deflatie. Innovatie zorgt ervoor dat bedrijven productiever worden en daarmee goedkoper hun producten kunnen aanbieden. Maar in een oligopolie of een monopolie zijn er geen prikkels om te concurreren op prijs.
4. De overheid staat tegenwoordig klaar met een grote zak geld voor elk probleem van de burger. Verkiezingen worden niet gewonnen door belastingen te verhogen en subsidies te verminderen. Nu zijn socialisten erg bedreven in het uitgeven van geld wat ze niet zelf hebben verdiend, maar veel populisten hebben economisch een nog extremere linkse agenda. Relatief nieuw is de politieke discussie over bestaanszekerheid. Als gevolg daarvan is in verschillende landen het minimumloon in korte tijd al fors gestegen. De slinger kapitaal-arbeid is duidelijk aan het doorslaan richting de factor arbeid en dat kan op termijn een loon-prijsspiraal tot gevolg hebben.
5. Oorlogen zijn duur en de reactie op de oorlog in OekraÃ¯ne is dat er sprake is van een stevige herbewapening in verschillende landen. In oorlogen is er ook een grote vraag naar grondstoffen. Oorlogen zorgen voor stijgende begrotingstekorten.
6. De energietransitie. Er wordt volop geÃ¯nvesteerd in alternatieve vormen van energie, al zal het nog wel even duren voordat alternatieve energie op een vergelijkbare schaal beschikbaar is als energie uit fossiele brandstoffen. Gevolg is dat er ook fors geÃ¯nvesteerd moet worden in infrastructuur. Niet alleen op het gebied van de elektriciteit, maar ook bij infrastructuur die voornamelijk is gebouwd na de Tweede Wereldoorlog.
7. De investeringen in kunstmatige intelligentie zijn hoog en zullen moeten worden terugverdiend door bedrijven die een virtuele monopoliepositie hebben. Bedrijven als Microsoft, Google, Amazon en Meta. Bovendien zorgt kunstmatige intelligentie ook voor een extra vraag naar energie. Natuurlijk staan tegenover al die investeringen ook efficiency voordelen, maar deze bedrijven zijn zeer wel in staat om hogere kosten door te berekenen aan de afnemer.
8. Opkomende markten krijgen een steeds groter gewicht in de wereldeconomie. Naast China draagt ook India tegenwoordig meer bij aan de groei van de wereldeconomie dan de Verenigde

Staten. Daarmee worden inflatiecijfers in deze landen ook steeds belangrijker. Op dit moment exporteert China nog altijd deflatie, maar als de herbalancering van de Chinese economie lukt is dat over enige tijd uit met de pret.

Conclusie

Inflatie kan op langere termijn laag blijven als de markt blijft geloven dat centrale banken er alles aan zullen doen om die laag te houden. Wat dat betreft is inflatie altijd en overal een monetair fenomeen. Centrale bankiers is het nu zelfs gelukt om zonder een recessie de inflatie terug te brengen, een prestatie van formaat. Tegelijkertijd kunnen monetaire autoriteiten de schuldenberg niet negeren. Alleen zij kunnen die zonder democratische discussie pijnloos oplossen door middel van reflatie en financiÃ«le repressie. Door de korte en lange rente structureel beneden de nominale groeivoet van de economie te houden, dalen uiteindelijk de schulden (als percentage van die economie (bbp)). Centrale bankiers zullen niet toegeven op een inflatienorm van 2 procent, maar wellicht gaan ze wel werken met (impliciet) grotere bandbreedtes om die 2 procent.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer