

# ROBECO

## Inflatie is niet dood, alleen maar verhuisd

Inflatie kun je niet uitbannen en dus blijven centrale banken hun doelstellingen najagen, zelfs als de prijzen dalen, zegt Lukas Daalder.

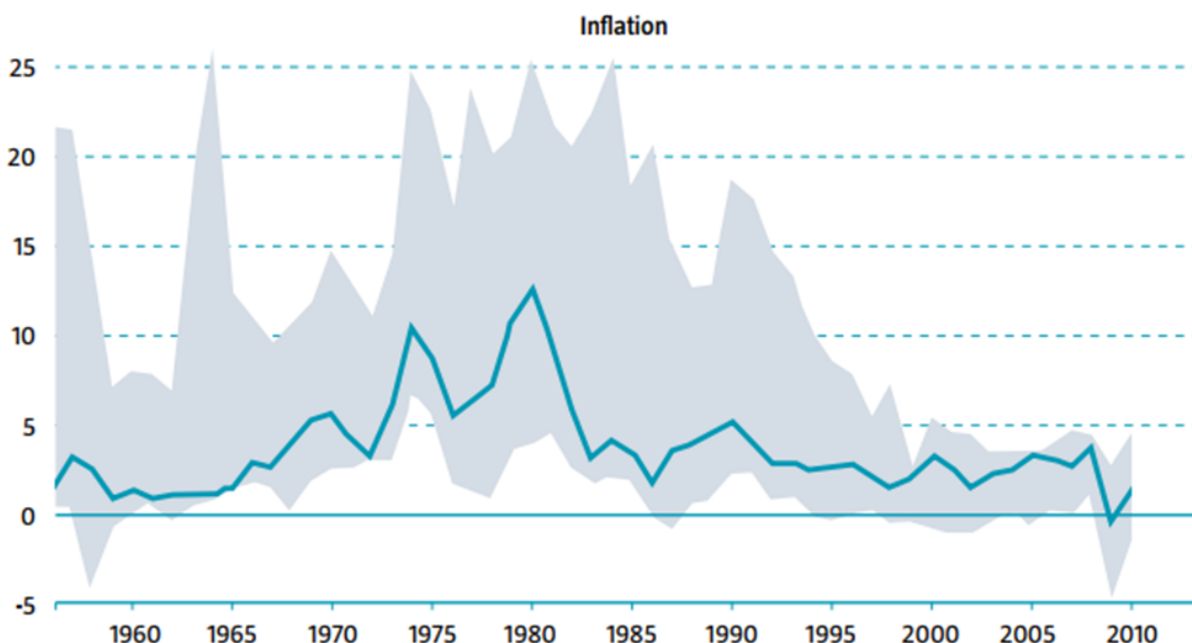
### In het kort

- **Belangrijke centrale banken hanteren een inflatiedoelstelling van 2%**
- **Structurele veranderingen hebben de prijzen gestaag doen dalen**
- **Inflatie is verhuisd van goederen en diensten naar beleggingen**

Volgens sommige economen betekent aanhoudende desinflatie – of nog erger, deflatie – dat centrale banken moeten afstappen van hun gemeenschappelijke inflatiedoelstelling van 2% of deze naar beneden moeten bijstellen. Dit is het gevolg van de groeiende overtuiging dat het monetaire beleid op basis van kwantitatieve verruiming heeft gefaald in het scheppen van inflatie om de economie aan te jagen.

Maar dat is niet per se de juiste weg, zegt Daalder, Chief Investment Officer van Robeco Investment Solutions. Hij zegt dat er nog steeds inflatie is, maar dat die nu zichtbaar is in beleggingen in plaats van in goederen en diensten.

Daarom houden centrale banken vermoedelijk vast aan hun inflatiedoelstelling van 2%, hoewel dat percentage nooit door wetenschappelijk onderzoek als optimaal is aangetoond, maar in 1989 willekeurig werd gekozen door Nieuw-Zeeland. De Europese Centrale Bank, de US Federal Reserve, de Bank of Japan en de Bank of England blijven mikken op die 2%, ook al was de inflatie de laatste tien jaar in hun jurisdictie meestal onder dat niveau.



De structurele daling van de inflatie is moeilijk over het hoofd te zien. Bron: Robeco

## Waarom de inflatie is gedaald

Volgens Daalder zijn er veel redenen waarom de inflatie tegenwoordig zo dramatisch laag is, terwijl die tientallen jaren geleden nog in de dubbele cijfers liep en een bedreiging vormde voor complete economieën. Ten eerste is er de digitalisering. Die heeft complete sectoren op de kop gezet, zoals media, fotografie en muziek, en heeft het mogelijk gemaakt kopieën van nieuwsitems, spelletjes of liedjes te produceren tegen vrijwel geen kosten.

Een andere reden is de uitholling van de onderhandelingsmacht van arbeid door de teloorgang van de vakbonden, de globalisering en de aanhoudende automatisering van voorheen arbeidsintensieve sectoren. Ook de vergrijzing werkt deflatie in de hand, omdat ouderen de neiging hebben meer te sparen en minder uit te geven. Daarnaast heeft olie zijn vermogen verloren om de markten in beweging te brengen nu andere vormen van energie, zoals schaliegas en zonne-energie, de olieprijs gestaag hebben verzwakt.

“Al deze argumenten wijzen erop dat de inflatie structureel lager is geworden, een theorie die wordt ondersteund door de inflatiecijfers van de afgelopen jaren”, aldus Daalder. “Dat roept de vraag op wat er gebeurt als de centrale banken blijven streven naar een inflatie van zo'n 2%, terwijl het mechanisme van de hedendaagse economie belet dat we dat ooit bereiken.”

### Een 'monetair fenomeen'

“De econoom Milton Friedman zei eens: 'Inflatie is een monetair fenomeen, en wordt gemaakt of gebroken door de centrale bank.' Als dat zo is, waarom zijn de centrale banken er dan niet in geslaagd het doel van 2% te realiseren? Normaal gesproken zou een toename in liquiditeit leiden tot 'te veel geld op jacht naar te weinig goederen', zoals Friedman het formuleerde, hetgeen resulteert in inflatie. Maar waarom zien we dan nog steeds geen inflatie?”

“Het antwoord is dat er wel degelijk inflatie is ontstaan, alleen niet in de klassieke zin: geen duurdere goederen en diensten, maar overgewaardeerde huizen- en aandelenprijzen. Het krachtige herstel op de vastgoedmarkten, het feit dat de S&P 500 zich bevindt op een Shiller K/W van 30,3x en de abnormaal lage lange rente (en dus hoge obligatiekoersen) zijn stuk voor stuk voorbeelden van opgeblazen prijzen voor beleggingen. Maar omdat deze beleggingen niet zijn opgenomen in het inflatiedoel van centrale banken, beschouwen we ze alleen niet als inflatoir.”

### Een andere kijk

Daalder zegt dat een andere groep economen deze argumenten wel accepteert als verklaring voor desinflatie, maar dat zij toch liever kijken naar de risico's van lage inflatie en de verwachtingen voor de toekomst, en daarmee aan de slag gaan. Zij halen vooral het gebrek aan doeltreffendheid van het monetaire beleid aan als reden voor het uitblijven van inflatie, met de rente als belangrijkste wapen, en concluderen dat andere methoden moeten worden aangewend.

Zij zeggen ook dat de lonen nu eenmaal de neiging hebben laag te blijven, omdat het makkelijker is mensen te ontslaan dan lonen te verlagen, en dat dit nadelig kan zijn voor de economie. En laat je de inflatie verder dalen, dan kan het reële schuldniveau door de jaren heen stijgen (ervan uitgaande dat de rente gelijk blijft). Iemand die een hypotheek van 30 jaar neemt bij een inflatie van 2% ziet zijn schuldenlast stijgen als de inflatie structureel verder daalt.

“Als we luisteren naar de uitspraken van diverse functionarissen van centrale banken, lijkt het erop dat de meesten zich bevinden in het tweede kamp”, zegt Daalder. “Dit lijkt dan weer te wijzen in de

richting van een 'boom-bustscenario': centrale banken die te veel liquiditeit in het systeem pompen, scheppen 'inflatie' op de verkeerde plekken."

"Er is echter ook een positiever scenario mogelijk: het scenario waarin de gewone inflatie terugkeert, zij het met een vertraging. We zijn niet erg happig om de gedachte 'de inflatie is dood' te accepteren", zegt Daalder. "Deels omdat we dit soort beweringen in het verleden al vaker hebben gezien – hij doet ons iets te veel denken aan de uitspraak 'de conjunctuur is dood' die zo om de tien jaar opduikt – maar ook omdat we gewoon niet geloven dat inflatie uit te bannen valt."

"Zolang vraag en aanbod niet perfect in evenwicht zijn, hoort inflatie er nu eenmaal bij. We zien vooral krapte terugkeren op de arbeidsmarkt, waar de vraag het aanbod overtreft. De technologische veranderingen hebben misschien wel geleid tot uitstel van salarisverhogingen, maar wij zien niet waarom die er uiteindelijk niet alsnog zullen komen. In dit scenario – en dat is waar wij van uitgaan – keert de inflatie met enige vertraging terug en dan zal de lange rente ook weer gaan stijgen."