

KOMT ER INFLATIE EN ZO JA, WELKE?

Door Taron Ganjalyan en Thijs Jochems

Overall trekt de economische groei aan, maar hogere inflatie is, zeker in Europa, nog niet in zicht. Hoe waarschijnlijk is – hogere – inflatie in de komende jaren? LinksAnalytics onderzocht het. Bijgaand een samenvatting van haar resultaten.

INFLATIE: WAT DOET HET, HOE METEN WE HET?

Inflatie is voor het doel van dit onderzoek gedefinieerd als een algemene stijging van het prijspeil. Is dat slecht? Als de inflatie niet zo hoog wordt dat het vertrouwen in de economie aangetast wordt, geeft inflatie een herverdeling tussen schuldeisers en schuldenaren. Verder is het economisch effect beperkt. Voor gepensioneerden is inflatie, zeker in combinatie met geen of beperkte indexatie, echter een 'killer'. Pensioenfondsen vragen zich dan ook vaak af of ze geen inflatie-hedges moeten aanbrengen. Een algemene inflatie-

hedge is niet gratis. We hebben ons niet beziggehouden met de vraag welke inflatiemaatstaf nu de beste is. We hebben de VS als voorbeeldregio genomen en daarvoor constateren we dat het niet echt uitmaakt of je de CPI, Core CPI, PCE, GDP deflator, et cetera had genomen. Alle maatstaven laten, met kleine verschillen, dezelfde ontwikkeling zien. Onderzocht is of er de komende jaren een structureel hogere inflatie te verwachten is.

OORZAKEN VAN INFLATIE

We kunnen een aantal structurele trends onderscheiden die impact op inflatie hebben. Die invloeden kunnen tegengesteld zijn. De belangrijkste wereldwijde trends die zijn onderzocht naar hun impact op inflatie zijn demografie, technologische ontwikkeling, globalisering en toenemende regulering. Deze trends hebben we geplaatst in de traditionele – demand driven en cost-push – onderverdeling. Daarnaast hebben we het effect van plotselinge, sterke prijsstijgingen van grondstoffen op inflatie onderzocht met behulp van het Agent Based Model, 'MIRA'. Ook is onderzocht in hoeverre de Phillips-curve, het inverse verband tussen werkloosheid en loonontwikkeling, nog van toepassing is.

INFLATIE: VERGRIJZING, GLOBALISERING, TECHNOLOGIE EN DE PHILLIPS-CURVE

Hoe waarschijnlijk zijn structurele prijsstijgingen door vraagontwikkelingen?

Als de inflatie niet zo hoog wordt dat het vertrouwen in de economie aangetast wordt, geeft inflatie een herverdeling tussen schuldeisers en schuldenaren.

Vergrijzing

Gegevens van het US BLS (Bureau of Labour Statistics) laten zien dat de bestedingen van de oudere leeftijdscohorten alle dezelfde ontwikkelingen laten zien. Na pensionering dalen de bestedingen tot rond de 20%. Bij een vergrijzende bevolking is dat substantieel. Daarnaast verschuiven de bestedingen dan van consumptiegoederen naar bestedingen aan health care. Niet verrassend, wel van belang voor inflatie, gegeven het feit dat alle grote economieën in de wereld aan het vergrijzen zijn.

Globalisering

Ondernemingen kunnen hun kostencurve structureel laten dalen door goedkopere productiekrachten en -locaties in de wereld op te zoeken. Recente onderzoeken (onder andere Dan Andrews, 2018) laten zien dat de impact van globalisering, gemeten vanaf 1996 middels GVC (Global Value Chains), resulteerde in een inflatiedaling in 2014



Taron Ganjalyan

in de verschillende industrieën van 0 tot -0,7% (PPI). Is globalisering over nu er dreiging van handelsoorlogen is? De KOF-index voor globalisering is de laatste jaren al afgevlakt. Een omkering van de trend van meer naar minder globalisering zal volgens ons onderzoek een effect van rond de +0,7% op inflatie hebben.

Technologische ontwikkeling

Onderzoeken in de laatste jaren (onder andere Osborne en Frey, 2013 en IMF, 2016) geven aan dat vele banen geautomatiseerd zijn of nog zullen worden. Waarom zien we dan al vele jaren een daling van de productiviteitsgroei in de ontwikkelde economieën? Wij hebben op basis van data van het US BLS onderzocht hoe de ontwikkeling van werkgelegenheid in de verschillende industrieën is geweest. Daaruit blijkt dat de meest productieve industrieën de laatste decennia minder werknemers nodig hadden en dat de arbeidsinzet zich verplaatst heeft naar de minst productieve industrieën. Dat is de reden dat de gemiddelde productiviteitsgroei eerder afneemt dan toeneemt. Volgens onder andere het IMF zal in de komende jaren deze ontwikkeling ook in de sector diensten gaan plaatsvinden. In ons onderzoek komen we op een jaarlijkse impact van automatisering op inflatie van circa -1,2%. Wij verwachten de komende jaren geen verandering in dit effect op inflatie.

De Phillips-curve, productiviteitsgroei en loonontwikkelingen

Het voorgaande vormt mogelijk ook een verklaring voor de afwezigheid van een relatie tussen werkgelegenheid en inflatie. Er is een verplaatsing van werkgelegenheid naar laag-productieve sectoren waar werknemers blijkbaar geen onderhandelingspositie voor loonsverhoging hebben. Wij hebben voor de VS onderzocht hoe die relatie is. Er is een splitsing te maken in de historie tussen de periode 1959-1989 en de periode 1990 - 2018. In die laatste periode is de correlatie tussen werkloosheid en inflatie vrijwel nul (het volledige onderzoek van LinksAnalytics is via de website op te vragen). Wij verwachten

niet dat dit de komende jaren anders zal worden.

ANDERE INFLATOIRE BRONNEN: GRONDSTOFFEN EN REGULERING

In het voorgaande hebben we aangegeven waarom er zowel vanuit de ontwikkelingen aan de vraagzijde als de productiezijde per saldo geen inflatoire ontwikkelingen te verwachten zijn. Integendeel bijna, is onze conclusie. Hoe zit het dan met prijsschokken van bijvoorbeeld olie, agri-grondstoffen, metalen?

Wij hebben bij het simuleren van prijsschokken van grondstoffen gebruik gemaakt van het door LinksAnalytics ontwikkelde, wereldwijde Agent Based Model 'MIRA'. Dit ABM gebruikt de bestaande wereldwijde, economische relaties tussen industrieën (61) in landen (44) om de impact van bijvoorbeeld grondstofprijzeveranderingen 'live' te simuleren. Bij substantiële prijsstijgingen komen we tot een effect op inflatie van 3% (olie), 0,8% (agri) en 1,2% (metalen). Daarbij zal een dergelijke prijsschok normaal gesproken eenmalig zijn en na verloop van tijd uit het inflatiecijfer lopen.

Regulering

De 'prijs' van externe effecten is niet in de inflatie-indices opgenomen. Door technologische ontwikkelingen zijn we in staat om de externe effecten te individualiseren en toe te rekenen. De toenemende aandacht van de politiek voor deze ontwikkelingen maakt het

De waarschijnlijkheid van structureel stijgende inflatie lijkt voor de komende jaren op basis van ons onderzoek beperkt.



Foto: Archief Thijs Jochems

Thijs Jochems

waarschijnlijker dat er in de komende jaren structurele toeslagen (belastingen) komen om de externe effecten (fijnstof, CO₂, afval, et cetera) van productie en consumptie te kunnen bestrijden. Regulering via belastingmaatregelen zal een inflatoir effect hebben. De omvang daarvan is ongewis.

CONCLUSIES

De waarschijnlijkheid van structureel stijgende inflatie lijkt voor de komende jaren op basis van ons onderzoek beperkt. Dit rechtvaardigt ons inziens dan ook niet om een algemene inflatie-hedge te kopen. Wel zien we mogelijke bronnen van inflatie die te identificeren zijn. Bronnen die vaak geen historie kennen en waarvoor meestal ook geen specifieke inflatie-hedge producten te kopen zijn. Wij zouden dan ook een inflatie-hedge eerder via specifieke assets in de portefeuille aanbrengen. Natuurlijke hedges bieden de beste en ook nog de goedkoopste oplossing.»

Dit artikel is geschreven door Taron Ganjalyan, Eigenaar/Oprichter van LinksAnalytics en Thijs Jochems, onder andere Lecturer in Executive Programs en lid van diverse BAC's van pensioenfondsen en verzekeraars.