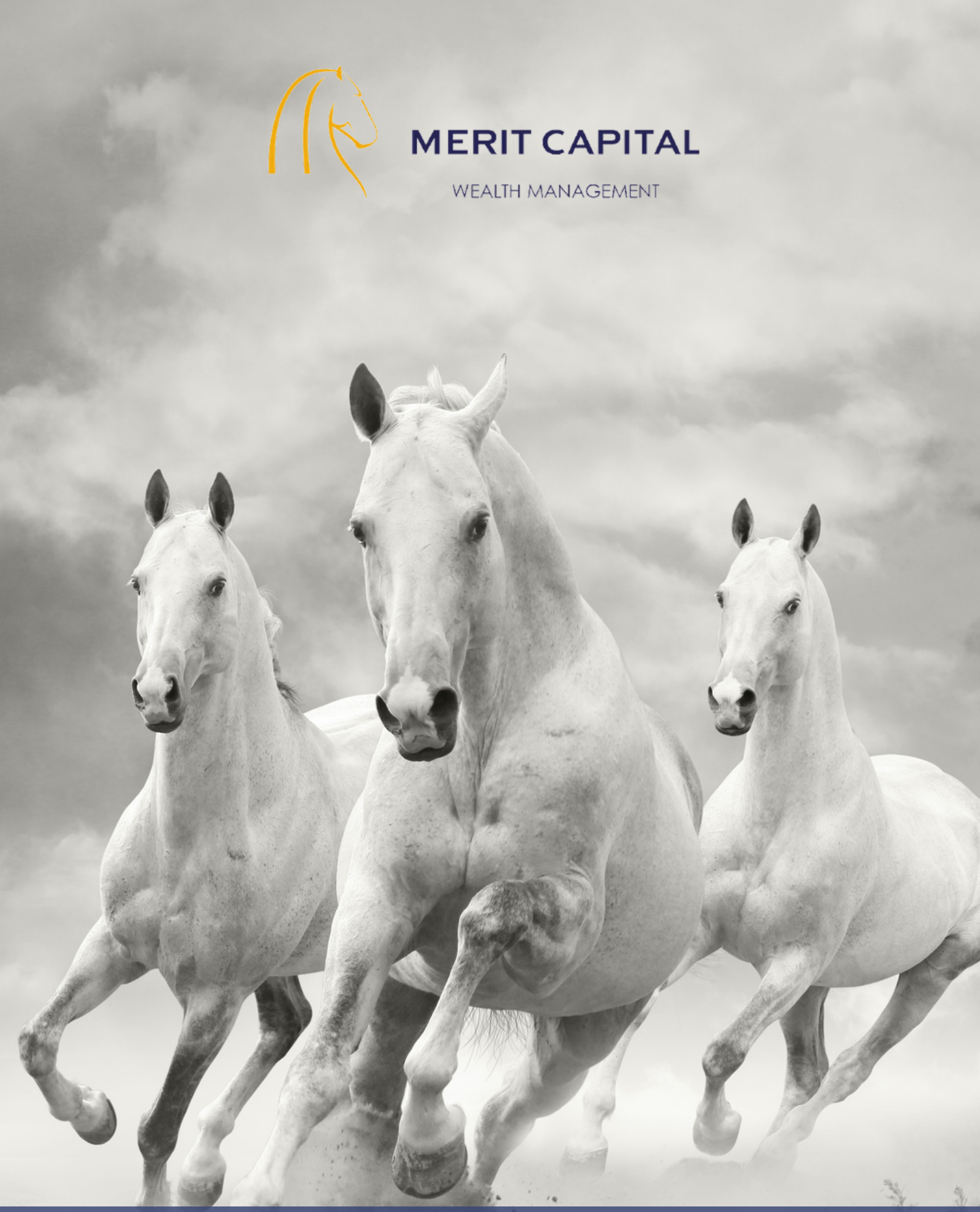
MERIT CAPITAL

WEALTH MANAGEMENT



Het grote inflatiedebat: van naderbij bekeken

maart 2021

Hoe evolueert de rente en inflatie momenteel? Wat ligt aan de basis van de huidige renteperikelen?

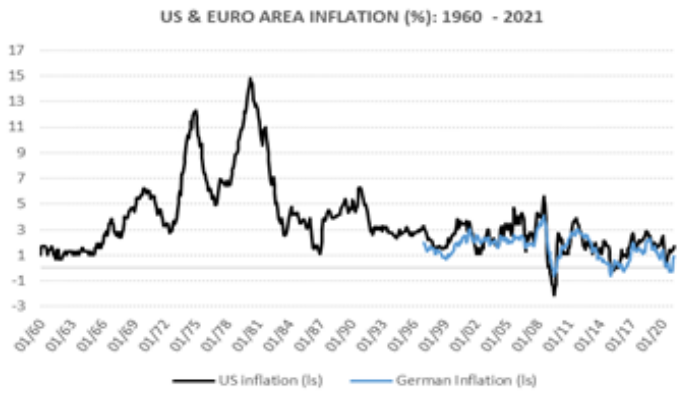
De 10-jarige Amerikaanse rente steeg in iets meer dan een half jaar tijd van een absoluut laagtepunt van 0,5% naar 1,6%. Best een forse rit op korte termijn, maar niet ongewoon in een lange termijn perspectief (Grafiek 1). De Duitse rente steeg in diezelfde periode veel minder sterk van -0,6% naar -0,35%. De rentestijging lijkt vooralsnog hoofdzakelijk een Amerikaans fenomeen.

De huidige evolutie lijkt in eerste instantie niet meer dan een normale, opwaartse correctie na de grote rentedaling van zowel 2019 als 2020. Omwille van de abrupte stop in de economische groei, vluchtten heel wat beleggers in langdurig staatspapier. Nu de wereldeconomie gradueel heropent, merken we een omgekeerde beweging op. Een kapitaalvlucht uit veilig overheidspapier op zoek naar hoger rendement die men vindt in aandelen en meer risicovolle obligaties.

De werkelijke inflatie klom in de VS volgens de laatste cijfers intussen tot 1,7% op jaarbasis (Grafiek 2). Dit is nog steeds onder de doelstelling van de Amerikaanse centrale bank van 2%. Bovendien streeft de Fed nu een gemiddelde inflatievoet na van 2%. Dit betekent dat ze dit en volgend jaar (tijdelijk) hogere inflatievoeten zou toelaten om zo het lange termijn gemiddelde hoger te krijgen zonder daarvoor de kortetermijnrente te verhogen. In de Eurozone bedraagt de huidige inflatievoet slechts 0,9%. Teleurstellend laag, maar toch beter dan de deflatoire, negatieve cijfers van vorig jaar. De aantrekkende inflatie is vooral het gevolg van betere economische groeivooruitzichten. De huidige inflatiecijfers vormen zeker nog geen reden tot paniek. Integendeel, als we dieper graven in de inflatietendensen dan merken we enkel inflatie op in de volatiele goederensector, terwijl de dienstensector nog steeds kampt met deflatoire krachten.

Grafiek 1: Amerikaanse & Duitse 10-jarige rente

Grafiek 2: Amerikaanse & Duitse inflatie op jaarbasis



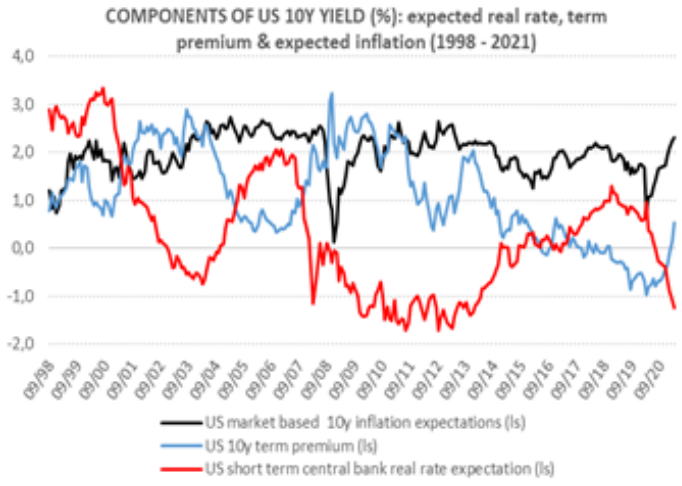
Bron: Merit Capital Macro Research; Bloomberg data

Om de evolutie in de Amerikaanse langetermijnrente beter te vatten, splitsen we de rente op in drie deelcomponenten (Grafiek 3). **De overheidsrente op tien jaar is steeds gelijk aan de som van de verwachte reële kortetermijnrente bepaald door de centrale bank, de termijnpremie en de verwachte inflatie*.** Elke variabele beïnvloedt uiteindelijk voor een stuk de rente-evolutie:

- **De verwachte reële kortetermijnrente voor de komende 10 jaar bedraagt momenteel -1,2%.** Deze rente is het resultaat van de verwachte gemiddelde centrale bank rente voor de komende tien jaar en de lange termijn inflatieverwachtingen. Ze is moeilijk direct waarneembaar. We moeten ze zelf inschatten. De Fed geeft aan dat ze hoogstwaarschijnlijk de komende drie jaar de rente op 0% zal houden. Pas vanaf 2023 zou de kortetermijnrente opnieuw kunnen stijgen. De derivatenmarkten verdisconteren momenteel een gemiddelde jaarlijkse centrale bank rente van 1,1% voor de komende tien jaar. Dit is best laag. Trekken we hiervan de inflatieverwachting van 2,3% af, dan bekomen we een negatieve reële kortetermijnrente (na inflatie) van -1,2%. In normale tijden is de reële rente vaak een functie van economische groei. Wanneer de economische groei fors aantrekt, begint de centrale bank ook de kortetermijnrente op te trekken om de dreiging van inflatie te temperen. In huidige tijden loopt deze relatie mank. De centrale bank wil tenslotte meer inflatie creëren en zal deze keer langer wachten dan normaal om de korte rente op te trekken. De Fed wil - in tegenstelling tot de vorige rentecycli - helemaal geen positieve reële rente creëren. De reële kortetermijnrente blijft wellicht voor lange tijd negatief en trekt de nominale tienjarige rentevoet naar beneden (rode lijn in Grafiek 3).

- **De termijnpremie noteert rond de 0,5%.** Obligatiebeleggers eisen in normale tijden een extra vergoeding (een termijnpremie) om schuldpapier aan te houden op 10 jaar versus bijvoorbeeld 1 jaar. De kans op terugbetalingsproblemen stijgt per slot van rekening op lange termijn. De termijnpremie was niettemin tot voor kort negatief (blauwe lijn grafiek 3)! Op het dieptepunt in maart 2020 noteerde de termijnpremie diep negatief tegen -1%. Een vreemde situatie. Amerikaanse staatsobligaties werden als gevolg van de al lage rentevoeten in Japan en de Eurozone zo populair - als ultieme, laatste veilige haven - dat obligatiebeleggers een negatieve premie aanvaardden t.o.v. korte termijn obligaties. Het laatste jaar krijgen obligatiebeleggers eindelijk hun gezond verstand terug. De termijnpremie steeg maar liefst 1,5% en noteert momenteel rond de 0,5%. De stijging van de 10-jarige rente is dus deels te wijten aan de normalisatie van de termijnpremie. Het twintigjarig historisch gemiddelde bedraagt 1%. Deze premie kan dus wellicht nog een stukje hoger bij verdere normalisatie.

Grafiek 3: de 3 bouwblokken van de lange rente in de VS



Bron: Merit Capital Macro Research; Bloomberg data

*In werkelijkheid bestaat de langetermijnrente uit vier componenten: de reële rente, de termijnpremie, de verwachte inflatie en een inflatierisicopremie. De inflatierisicopremie (vergoeding voor het risico op onverwacht stijgende inflatie) laten we in deze analyse gemakshalve weg.

De verwachte inflatie voor de komende 10 jaar noteert 2,3%. Inflatieverwachtingen kunnen we afleiden uit financiële instrumenten die noteren op de obligatie- en derivatenmarkten. Inflatie gelinkte obligaties en inflatieswaps verdisconteren de marktverwachting - van alle beleggers samen - omtrent het toekomstig inflatieverloop. Deze markten verdisconteren momenteel een tienjarige inflatievoet van 2,3% (zwarte lijn grafiek 3). Vorig jaar - in volle Covid-crisis - bedroeg die verwachting niet meer dan 0,5%. Mister Market is een schizofrene, korte termijndenker die vaak overdrijft naar zowel beneden als boven toe. Of de uiteindelijk gerealiseerde inflatie binnen tien jaar meer dan 2% zal bedragen, zal enkel de toekomst uitwijzen. Er zijn wel degelijk redenen om hieraan te blijven te twijfelen (zie verder). Ook de lange termijn inflatieverwachtingen wijzen in ieder geval nog niet op groot inflatiegevaar. Integendeel, de inflatieverwachtingen keren voorlopig gewoon terug naar oude normale niveaus die consistent zijn met een positieve impuls in economische groei (zoals 2003 -2006 en 2009 -2013).

Waarom zijn de marktverwachtingen omtrent het toekomstig verloop van inflatie en de rente zo belangrijk?

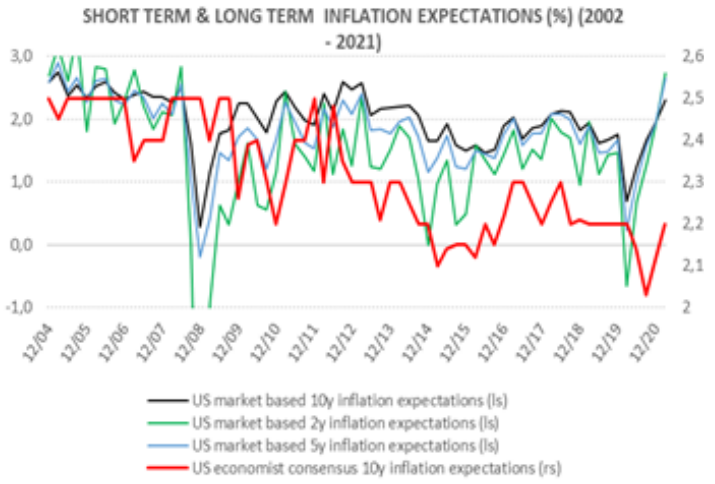
Niet enkel de centrale bank, maar ook obligatiebeleggers, fondsbeheerders en traders houden de inflatieverwachtingen nauwlettend in het oog. Die zijn vaak belangrijker dan de gerealiseerde historische inflatiecijfers. Markten proberen steeds vooruit te kijken. Het monitoren van inflatieprognoses is vooral een manier om de geloofwaardigheid van de centrale bank in te schatten. Als de verwachtingen sterk afwijken van wat de centrale bank communiceert, schort er iets met het monetair beleid. En een markt die twijfelt aan de kracht van de centrale bank, is meestal geen goed signaal, omdat dit implicaties kan hebben voor de prestaties van bepaalde activaklassen.

Sommige waarnemers menen dat de financiële markten wel beginnen te twijfelen aan de geloofwaardigheid van de Fed. Wij zijn een andere mening toegedaan. De markten lijken voorlopig exact te reageren zoals de Fed voor ogen heeft:

- Een stijgende inflatieverwachting is noodzakelijk om de zogenaamde Animal Spirits* leven in te blazen. Bedrijven en consumenten hebben tenslotte nood aan iets hogere inflatie om efficiënt te functioneren. Te lage inflatieverwachtingen zijn meestal een signaal van teleurstellende, lage economische vooruitzichten.

- De inflatieverwachtingen op korte termijn noteren momenteel zelf hoger dan de lange termijn (Grafiek 4). De Amerikaanse inflatieverwachtingen op 2 jaar, 5 jaar en 10 jaar bedragen respectievelijk 2,7%, 2,6% en 2,3%. Het gebeurt vrij zelden dat de korte termijn verwachtingen de lange termijn prognoses overstijgen. En als ze dat doen is dat meestal goed nieuws. Het betekent immers dat de markten de eerstvolgende jaren een forse economische groeiopleving verwachten, maar dat de extreem lange inflatieverwachtingen op tien jaar onder controle blijven. Dit is opnieuw exact wat de Fed wil bekomen.

Grafiek 4: Inflatieverwachtingen op korte termijn en lange termijn



Bron: Merit Capital Macro Research; Bloomberg data

*Animal spirits is een term gelanceerd door de econoom John Maynard Keynes. De term beschrijft de instincten en de emoties die het menselijk gedrag beïnvloeden en die kunnen worden gemeten zoals bijvoorbeeld in het consumentenvertrouwen.

De inflatieverwachtingen op tien jaar zijn uiterst belangrijk om eventuele inflatiepaniek in te schatten. Centrale banken willen vooral dat die verwachtingen onder controle blijven. Het is pas wanneer we hier niveaus van 3% of hoger doorbreken, er meer onrust kan ontstaan. In dat opzicht is het niet enkel belangrijk te kijken naar de verwachtingen die verdisconteerd worden in de inflatiemarkten, maar ook enquêtes onder economen bieden extra inzicht in de lange termijn inflatieverwachtingen. Zoals eerder aangehaald, Mister Market gedraagt zich op korte termijn vaak bipolair en volatiel met overdreven verwachtingen die snel kunnen wijzigen. De consensus onder de economen bij de grote investeringsbanken - die op frequente basis wordt gepolst - evolueert veel stabieler (Grafiek 4, vorige pagina). Economen verwachten momenteel een gemiddelde tienjarige inflatievoet van 2,2%. Dit is nog steeds onder het lange termijngemiddelde van 2,35% en onder de 2,5% die vooral van toepassing lijkt in periodes van betere economische groei (2003 – 2007).

Kan de rente op korte- en middellange termijn nog hoger?

De langetermijnrente is in staat van constante flux te wijzigen en fluctueert naargelang zijn onderlinge componenten. In dat opzicht is het vaak heel moeilijk om uitspraken te doen over waar de rente naartoe zal evolueren, tenzij we perfect in staat zouden zijn de toekomst te voorspellen: hoe zal de centrale bank de korte rente sturen over de volgende tien jaar in functie van de economische groei, waar zal de uiteindelijk inflatievoet uitkomen en hoe zal de termijnpremie evolueren?

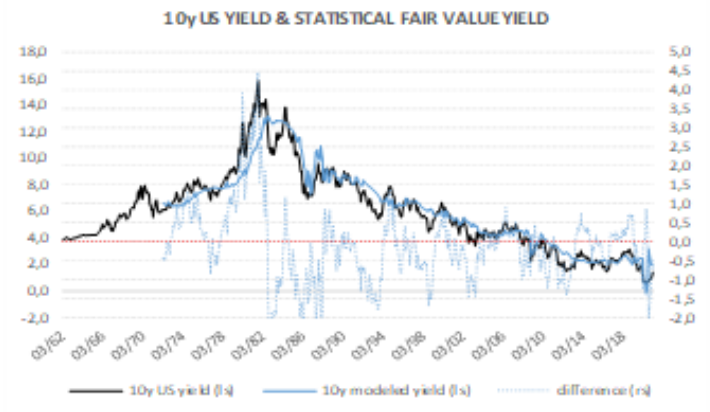
We kunnen soms wel een fundamentele poging doen wanneer de rentestand extreem afwijkt van een bepaald faire waarde. Hiervoor hebben we intern een statistisch model die op basis van een aantal variabelen (groei, economische indicatoren, verwachtingen,...) een faire waarde berekent (Grafiek 5, volgende pagina). Midden vorig jaar gaf dit model een faire waarde aan van 2,5%, terwijl de werkelijke Amerikaanse 10-jarige rente dicht tegen de 0,5% noteerde. Intussen noteert de 10-jarige rente 1,6% versus een faire waarde van 1,8%. De extreme kloof is m.a.w. al gedicht. Het enige wat we kunnen claimen, is dat de rente momenteel beter de realiteit weerspiegelt dan voorheen. Om het toekomstig renteverloop in te schatten, is het - bij gebrek aan extreme statistische afwijkingen - beter om een eenvoudig "go-with-the-flow" benadering te hanteren. De Amerikaanse rente is momenteel aan het stijgen en de kans dat deze trend zich nog iets verder zet, lijkt ons aannemelijk gegeven de positieve evolutie in het macro-economisch momentum.

Een tweede manier om de stand van het renteniveau te bepalen is om met behulp van gezond verstand en nattevingerwerk, enkele scenario's uit te werken voor de drie deelcomponenten van de lange rente (tabel naast Grafiek 5). Hier bepalen we aan de hand van een deflatoir en inflatoir scenario waar de drie sub-variabelen zouden kunnen noteren. Ook hier lijkt de 2%-grens gelijk te staan met wat we noemen faire waarde.

Voor wat betreft de Europese obligatiemarkten, geeft ons model een faire waarde van -0,2%. De Duitse Bund noteert tegen de -0,3%. Ook hier dus geen extreme afwijkingen. Net zoals de Amerikaanse rente, kan de Duitse rente wellicht nog iets hoger als de Europese economieën heropenen. De inflatiedruk blijft niettemin veel lager dan de VS waardoor het opwaarts potentieel beperkter blijft.

Tenslotte moeten we ons de vraag stellen of statistische modellen en cijfergegoochel wel degelijk inzicht bieden in een markt die gedomineerd wordt door interventies van de centrale banken. De centrale bank wil op korte- en middellange termijn inflatie creëren, maar in tegenstelling tot in het verleden wil ze de korte rente laag houden en het liefst wil ze ook dat de lange rente onder controle blijft. De schulden zijn immers zodanig opgelopen dat hogere rentevoeten al snel pijn doen. Als obligatiebeleggers lange termijn staatspapier blijven dumpen en zo de rente hoger stuwen, zal de centrale bank vroeg of laat ook de 10-jarige rente een halt toeroepen via de invoering van Yield Curve Control. Iets waar we in vorige publicaties al regelmatig naartoe verwezen. Opgelet dus met analytische modellen die aangeven waar de rente theoretisch zou moeten noteren. We leven tenslotte niet langer in een vrije, kapitalistische markt die bepaald wordt door vraag en aanbod.

Grafiek 5: fair value van de Amerikaanse 10-jarige rente en wat cijfergegoochel (tabel ernaast)



	low (deflationary)	base (moderate inflation)	high (high inflation)
verwachte reële kortetermijnrente	-0,5%	-1,2%	-1,0%
termijnpremie	0,0%	1,0%	1,6%
verwachte langetermijninflatie	0,7%	2,0%	5,0%
10-jarige rente VS (fair value)	0,20%	1,80%	5,60%
10-jarige rente VS (huidig)		1,60%	

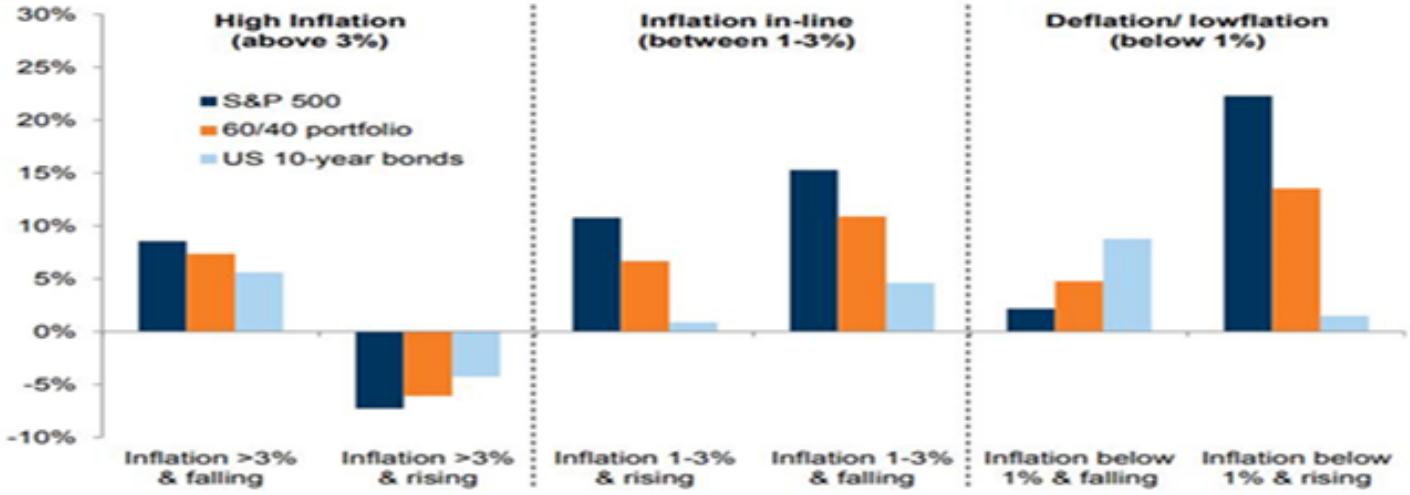
Bron: Merit Capital Macro Research; Bloomberg data

Moeten investeerders panikeren bij hogere inflatievoeten? Hoe kunnen beleggers - indien zij geloven in fors oplopende inflatievoeten - zich het best beschermen?

Vaak is het niet zozeer het niveau van de inflatie, maar wel de richting en vooral de snelheid waarmee de inflatievoet beweegt, die bepalend is voor de korteremijnprestaties van verschillende activaklassen.

- Historisch onderzoek toont aan dat aandelen best een inflatiestootje - tot een bepaald niveau - kunnen verdragen. Het is pas bij een snel stijgende inflatietrend boven de 3% dat aandelen het moeilijker krijgen (Grafiek 6). Bedrijven met extreem hoge waarderingen en hoge groei - die wellicht pas positieve cashflows maken binnen 5 à 10 jaar - zijn wel gevoeliger voor de minste wijziging in de rentevoeten. De waarde van een bedrijf is tenslotte afhankelijk van de verdiscontering van toekomstige cashflows. Als de verdisconteringsvoet plots stijgt, daalt de waarde van jonge groeibedrijven aanzienlijk en bijgevolg ook de beurskoers als gevolg van lagere analistenadviezen.

Grafiek 6: Gemiddelde jaarlijkse reële prestatie van activaklassen tijdens diverse inflatieregimes (sinds 1929)



Bron: Goldman Sachs Research

Tabel 1 biedt een overzicht van de korte termijn inflatie-bèta's van verschillende activaklassen t.o.v. de gerealiseerde inflatie. Een bèta van 1,5 betekent dat de activaklasse gemiddeld gezien met 1,5% stijgt indien de inflatie 1% stijgt. Goud en grondstoffen lijken op het eerste zicht de beste hedge te vormen tegen sterk oplopende inflatievoeten. Maar goud en grondstoffen zijn volatiel en hebben grote tussentijdse drawdowns. Inflatie-bèta's worden op maandelijkse basis gemeten en meten dus het effect van korte termijnevoluties in inflatieveranderingen. Inflatie gelinkte obligaties van korte termijn (max 5 jaar) vertonen ook een hoge bèta indien we de gevoeligheid zouden meten over de ganse looptijd van die obligaties (5 jaar). De bèta bedraagt 2 op een periode van 5 jaar. Inflatie gelinkte obligaties bieden immers op het einde van de rit een terugbetaling van de hoofdsom die gelinkt is aan de inflatievoet. Dit effect gaat verloren bij het meten van korte termijn bèta's. Tenslotte zijn inflatie gelinkte obligaties op korte termijn veel minder volatiel dan grondstoffen en goud*.

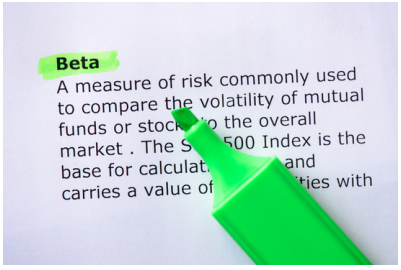
Tabel 1: Inflatie-bèta's (gevoeligheid) van verschillende activaklassen t.o.v. de inflatievoet

	Inflation	Average Annualized Real Returns		
	Beta	Total Period	Rising Inflation	Difference
Commodities	4.0	4.2%	14.6%	10.3%
Gold Spot	2.1	6.1%	15.7%	9.7%
REITs*	0.7	9.8%	1.1%	(8.8%)
1-5Y TIPS**	0.5	0.9%	0.1%	(0.8%)
High-Yield Bonds	(0.4)	5.0%	(0.9%)	(5.9%)
10Y+ TIPS***	(0.5)	6.3%	2.1%	(4.2%)
Swiss Franc	(0.6)	(4.4%)	(8.0%)	(3.7%)
S&P 500	(0.7)	7.9%	(0.4%)	(8.2%)
Corporate Bonds (Baa)	(0.8)	4.5%	(1.2%)	(5.7%)
10Y US Treasuries	(1.1)	3.3%	(3.7%)	(7.0%)

Bron: Verdadcap

Wie gelooft in explosieve inflatievoeten gedurende een korte periode en hiervan speculatief wil profiteren, houdt dus het best goud en grondstoffen aan. Wie gelooft in fors hogere inflatie voor een lange periode (een structurele wijziging in het inflatieregime) doet het meeste voordeel met kortlopende inflatie gelinkte obligaties. Langdurige inflatie gelinkte obligaties zijn tussentijds volatieler aangezien een forse stijging van de reële rente (als gevolg van hogere korte termijn rentevoeten door hogere economische groei) plots tussentijds druk kan zetten op deze obligatiekoersen ondanks hogere inflatievoeten.

Voor wie zoals ons gelooft in een matig inflatieregime, zijn aandelen nog steeds the place to be. Kwaliteitsvolle bedrijven met marktleiderschap die hun prijzen stelselmatig kunnen verhogen met het inflatiepeil spinnen garen in een dergelijke omgeving.



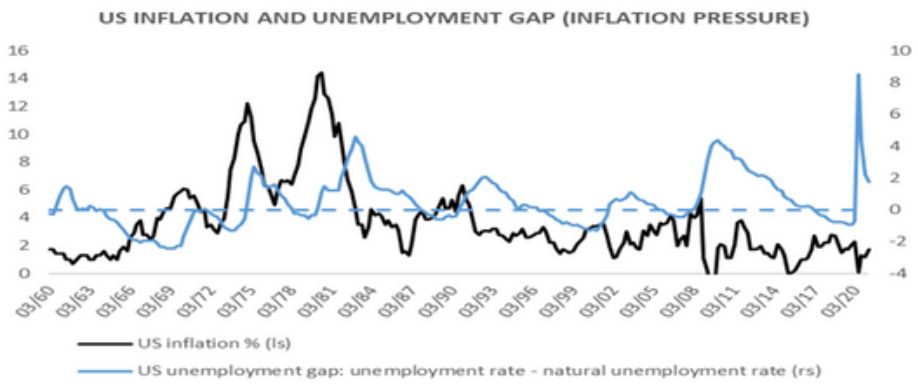
*Verdadcap Research, Dan Rasmussen comment on this inflation research

Kunnen we bepaalde lessen trekken uit de hogere inflatieregimes van het verleden? Wat zijn de gelijkenissen en verschillen met vandaag?

In de VS zijn er de laatste 60 jaar drie periodes met inflatievoeten die uitstijgen boven de 5% (Grafiek 7):

- **Eind jaren '60 steeg de inflatievoet tot 8%**. Dit inflatieregime was vooral het gevolg van een stevig expansief fiscaal beleid. De Amerikaanse overheid liet de begrotingstekorten ontsporen omwille van de Vietnamoorlog en de oorlog tegen de binnenlandse armoede. Deze laatste resulteerde behoorlijk veel fiscale stimuli (War on Poverty). Sommige waarnemers zien gelijkenissen met de huidige situatie waarin de begrotingstekorten ontsporen als gevolg van de oorlog tegen Covid-19 en de strijd tegen de inkomensongelijkheid. Het is echter belangrijk op te merken dat Covid-19 heeft geresulteerd in biljoenen aan welvaartsverlies dat uiteindelijk wel moet worden opgevangen door fiscale stimuli. Deze stimuli zijn tot nu toe niet zomaar een mooi meegenomen extraatje. Integendeel, ze vullen een diep gat en zijn absoluut noodzakelijk om verdere schade te voorkomen. Ongeveer een kwart van de Amerikaanse gezinnen kan de facturen niet betalen, bijna 7% heeft een bijzonder afbetalingsplan voor de hypotheek moeten aanvragen, een derde van de gezinnen moest vorig jaar het spaarboekje aanspreken, zelfs toekomstige pensioenrekeningen moesten eraan geloven en bijna één op de zes Amerikanen heeft moeten lenen van familie of vrienden*. In Europa zijn we iets beter af, maar de lagere inkomensklasse heeft het vaak even moeilijk als zijn Amerikaanse tegenhanger. Gegeven de schrijnende situatie voor heel wat lage – en middenklassen, is het bijna een wonder dat de stimuli toch uitmonden in een herstel van de inflatievoeten. Tenslotte, de inflatie van de jaren zestig kwam er nadat de werkloosheidskloof al enkele jaren negatief was (Grafiek 7). De werkloosheidskloof fungeert vaak als voorspeller van toekomstige inflatie en meet het verschil tussen de werkloosheidsgraad en de natuurlijke werkloosheidsgraad. In de VS zijn er momenteel 6,2% werklozen versus een natuurlijk werkloosheidspercentage van 4,2% in een normaal draaiende economie. De werkloosheidskloof bedraagt dus 2%. Een positieve werkloosheidskloof wijst op een trage arbeidsmarkt zonder veel druk op de lonen. Een negatieve werkloosheidskloof wijst daarentegen op een zeer krappe arbeidsmarkt die op volle toeren draait als gevolg van een sterke economie en kan leiden tot oplopende inflatiedruk. Recente studies wijzen uit dat de natuurlijke werkloosheidsgraad wellicht veel lager ligt dan initieel werd gedacht. De Amerikaanse werkloosheidskloof wijst totaal nog niet op dreigend inflatiegevaar. In de Eurozone geldt ongeveer hetzelfde scenario. De kloof is nog veel te positief om te spreken van inflatiepaniek.

Grafiek 7: Amerikaanse inflatievoet en de werkloosheidskloof (inflatiedruk)



Bron: Merit Capital Macro Research; Bloomberg data

*David Rosenberg, Rosenberg Research

- **De jaren '70 kent bijna iedereen als de typische inflatiejaren met inflatievoeten tot wel 15%**. De twee inflatiecrisissen waren het gevolg van diepe begrotingstekorten in combinatie met een krappe arbeidsmarkt en nog eens twee olieschokken erboven op. We zien andermaal gelijkenissen met vandaag op vlak van de begrotingstekorten. Deze keer worden we niet geconfronteerd met een olieschok, maar een schok in onze toeleveringsketen. Die loopt omwille van Covid-19 grote vertraging op met prijsstijgingen tot gevolg. Niettemin, zijn er ook terug de belangrijke verschilpunten die naar onze mening inflatie onder controle zullen houden. De werkloosheidskloof is nu te groot en onze toeleveringsketens zijn fors aan het herstellen.

- **Eind jaren '80 stijgt de inflatie opnieuw uit tot boven 5% met een piek van 6% in 1990**. Na de economische boom van de jaren '80 draaide de economie terug op volle toeren. De werkloosheidskloof werd voor de zoveelste keer negatief. De loondruk steef fors. Bijna een vijfde van de Amerikaanse werknemers had in die tijd een arbeidscontract met ingebouwde inflatieclausules. Als de inflatie steeg, steeg het loon mee. De inflatievoet brak opnieuw kortstondig de grens van 5% om daarna nooit meer - met een korte uitzondering in 2008 - dit niveau te behalen. Opvallend, vandaag heeft slechts 7% van de Amerikaanse werknemers een loonindexering in zijn contract*. Ook de vakbonden zijn veel minder sterk georganiseerd. Bij oplopende inflatievoeten lijkt er bijgevolg minder snel loondruk te ontstaan in vergelijking met het verleden. Dit argument wordt vaak aangehaald als reden waarom de inflatie sindsdien nooit echt meer ontspoord is.

Het lijkt wel alsof diepe begrotingstekorten en expansieve monetaire politiek vaak aan de basis liggen van hogere inflatievoeten. Tijdens de grote recessie van 2008 sloegen de overheden voor het eerst sinds lang opnieuw grote begrotingstekorten. Ook de centrale banken pompten massaal liquiditeiten in de markt. Hoewel de economie gedeeltelijk, maar vooral de financiële markten herstelden, was er van reusachtige inflatievoeten nooit sprake. Wel integendeel! Omwille van de Covid-19 klap zien we nu exacte dezelfde tendens, maar dan in een veelvoud ervan. De begrotingstekorten derailleren compleet. **Hebben centrale banken alle realiteitszin verloren? Zal het deze keer wél ontaarden in ongecontroleerde inflatie? Lijken alle realiteitszin te hebben verloren?**

Er zijn drie belangrijke redenen waarom we nog steeds twijfelen aan de kans op een beduidend hoger en langdurig inflatieregime voor de komende tien jaar:

1. Het economisch systeem bevindt zich in een schuldenval (debt trap) en een liquiditeitsval (liquidity trap).
2. Het langdurig effect van fiscale en monetaire stimuli op de economische groei is fors verminderd in vergelijking met vroeger. De hoge schuldenberg en de lagere omloopsnelheid van het geld liggen hier aan de oorzaak.
3. De huidige technologische revolutie - de vierde industriële revolutie - werkt deflatoir in op het algemeen prijspeil. Heel wat diensten en goederen kunnen opnieuw goedkoper worden.

We kunnen niet negeren dat de ontwikkelde economieën zich momenteel bevinden in een zogenaamde debt trap en liquidity trap. Beide verschijnselen oefenen een zware deflatoire kracht uit op de inflatievoet. Ten eerste zijn de schulden opgelopen tot een zodanig belachelijk niveau dat er seculiere groeivertraging optreedt waardoor we vervolgens nog meer schulden moeten creëren om de structurele groeivertraging opnieuw te doen stoppen (Grafiek 9, volgende pagina). Tenslotte is er de liquiditeitsval die centrale bankiers helemaal in hun haar doet krabben. De liquiditeitsval is het fenomeen waar huishoudens nog meer gaan hamsteren en oppotten ondanks zeer lage en zelf negatieve rentevoeten.

*Wells Fargo; historical lessons about US inflation

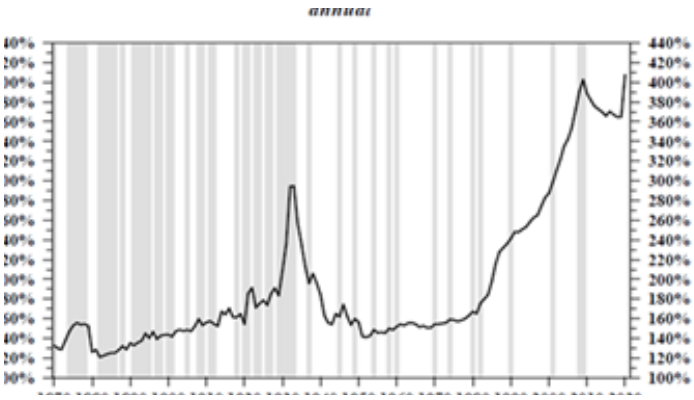
Als het spaarboekje 0% oplevert, moet er wel iets behoorlijk fout aan de hand zijn en dus lijkt het ons beter om nog meer te gaan sparen voor een regenachtige dag. Misschien stijgen de belastingen later wel of knipt de overheid in ons pensioen om de overheidsschulden te verlichten! En dus sparen we met zijn allen meer of geven we in ieder geval veel minder uit dan wat de wiskundige modellen van menig centraal bankier hen laat vermoeden (Grafiek 8).

Grafiek 8: Spaarquote in de VS en EU: deflatoire krachten

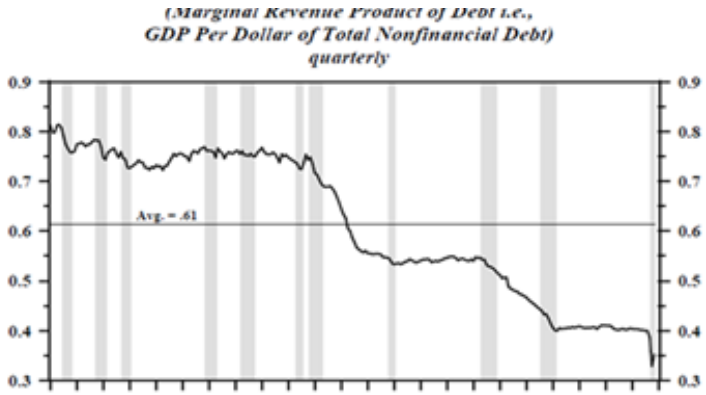
Bron: Merit Capital Macro Research; Bloomberg data

Door de schuldenberg daalt ook de kracht van fiscale stimuli. In de VS bijvoorbeeld zijn de totale schulden (overheid, bedrijf en consument) gestegen tot boven de 400% van het bruto binnenlands product (Grafiek 9). De jaren '60 en '70 waren de laatste decennia waar de creatie van extra schulden op lange termijn nog resulteerde in fors hogere economische groei. Een dollar in schulden leidde gemiddeld tot 0,75 dollar aan toegevoegde waarde. Momenteel noteert die multiplicator een ellendig laag niveau van 0,35. Er is m.a.w. een steeds hogere schuldimpuls nodig om dezelfde groei-impuls te bekomen. Uit een aantal studies blijkt bovendien dat de meeste overheidsstimuli (cheques, extra sociale uitkeringen,…) op korte termijn wel positief inwerken op de economische groei, maar vanaf drie jaar en langer een negatieve invloed hebben. De overheidsschulden die dienen om die groei te financieren moeten immers later worden terugbetaald. Die hogere toekomstige schuldenlast verdringt de private investeringen en drukt op de economische groei en bijgevolg de inflatievoet.

Grafiek 9: VS schulden als % van BBP



Grafiek 10: Fiscale multiplicator



Bron: Hoisington Management Charts, Bureau of Economics Analysis data

Ook de kracht van de centrale banken lijkt gevoelig te zijn gedaald in vergelijking met vroeger. Het creëren van inflatie wordt moeilijker. Uit studies blijkt ten eerste dat het effect van het monetair beleid aan kracht verliest wanneer de kortetermijnrente de 0%-grens nadert. Centrale banken gaan vervolgens over tot monetaire geldversoepeling. Hierbij verhogen ze het geldaanbod via de aankoop van staats- en bedrijfsobligaties. In de VS groeit de geldhoeveelheid momenteel à rato van 25% op jaarbasis. In het verleden (jaren '60 en '70) resulteerde een explosieve geldgroei inderdaad vaak in een gevoelig hoger inflatieregime. Maar dit effect lijkt zijn kracht te hebben verloren omwille van de sterke dalende trend in de omloopsnelheid van het geld (grafiek 12). De omloopsnelheid is de gemiddelde frequentie waarmee een eenheid van geld in een tijdsperiode wordt uitgegeven. De omloopsnelheid is gezakt tot een absoluut dieptepunt waardoor de hoge geldgroei zijn effect op de inflatie mist.

Grafiek 11: VS inflatie en geldgroei

Grafiek 12: VS inflatie en omloopsnelheid v/h geld

Bron: Merit Capital Macro Research; Bloomberg data

Tenslotte worden we geconfronteerd met een vierde technologische revolutie. Omvangrijke technologische doorbraken worden in het algemeen als deflatoir gezien, aangezien technologie vaak het bestaande aanbod aan goederen en diensten verruimt met dalende prijzen tot gevolg. Ook een doorgedreven robotisering kan de toekomstige loondruk temperen vermits minder arbeidskrachten nodig zijn voor hetzelfde werkproces. Het transport van goederen en personen was bijvoorbeeld extreem duur tot de uitvinding van de trein in de 19e eeuw. Plots werd transport toegankelijker (groter aanbod voor dezelfde vraag) waardoor de prijzen van andere goederen en diensten begonnen te dalen en/of minder sterk stegen. Enkele hedendaagse voorbeelden:

- **Goedkopere dataopslag via de Cloud**: data werd vroeger opgeslagen op dure individuele pc's. De komst van internet en gedeelde megaservers maakt de opslag van data plots veel toegankelijker en goedkoper.
- **Goedkopere reizen**: internetrobots zoeken naar de goedkoopste reisformule 's. Airbnb-formules leiden tot dalende prijzen aangezien er plots miljoenen extra verblijfplaatsen op de markt terecht komen.
- **Goedkoop personenvervoer**: de komst van Uber leidt tot lagere taxitarieven.
- **Hernieuwbare energie**: onze toekomstige energiefactuur zou drastisch moeten dalen omwille van het extra aanbod aan hernieuwbare energiebronnen die dankzij technologische vooruitgang goedkoper kunnen worden aangewend.

Is er dan werkelijk niets dat zou kunnen leiden tot een nieuw inflatieregime met langdurige inflatievoeten boven de 5%?

Voorlopig denken we nog steeds van niet. Uiteraard kunnen we situatie totaal verkeerd interpreteren. We staan steeds open voor discussie en nieuw bewijs dat ons van gedachten kan doen veranderen. Er zijn - naast de traditionele indicatoren - twee grote evoluties die het opvolgen waard lijken:

1. In de VS is er momenteel sprake om eventueel ook fiscale stimuli te lanceren die gericht is op de vervanging en vernieuwing van de infrastructuur (wegen, bruggen,...). Uit studies blijkt, dat infrastructuurstimuli wel een vrij hoog multiplicatoreffect hebben op de economische groei. Dergelijke stimuli kan de inflatievoet misschien wel volgend jaar een grotere duw geven.
2. De grote schuldenlast laat volgens ons niet echt een structureel hoger inflatieregime toe. De centrale banken ondersteunen momenteel de overheden via de opkoop van staatsschulden en bedrijfspapier, maar dat is nog steeds niet gelijk aan schuldvergiffenis. De centrale bank levert vooral tussentijdse liquiditeit, maar deze schulden moeten vooralsnog worden terugbetaald. De centrale bank koopt deze schulden op van houders die er van af willen, maar op vervaldag moeten zowel de overheden als de bedrijven deze schulden nog steeds aflossen.

    - Hogere inflatievoeten zouden kunnen optreden wanneer de centrale bank laat blijken dat ze deze schulden voor eeuwig zal blijven doorrollen. Dit is een vorm van impliciete schuldvergiffenis. Officieel bestaat de schuld nog, maar bij vervaldag wordt de oude lening afbetaalt en tekent de centrale bank opnieuw in op de nieuwe schuld die de oude moet afdekken.
    - De kans op een structureel hoger inflatieregime zou volgens ons wel gevoelig stijgen wanneer de centrale bank expliciet zou overgaan tot schuldvergiffenis. In dat geval worden schulden gewoon kwijtgescholden. Een gevaarlijke situatie die - indien niet goed gecontroleerd - plots zou kunnen leiden tot verlies van vertrouwen in de munt die leidt tot een plotse inflatieopstoot.

Hans Heytens - Head of Research Merit Capital

Disclaimer

Behoudens de uitdrukkelijke bij wet bepaalde uitzonderingen mag niets uit deze uitgave verveelvoudigd opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand of openbaar gemaakt worden,op welke wijze ook, zonder de uitdrukkelijke voorafgaande en schriftelijke toestemming van de uitgever. Dit document verstrekt commerciële informatie en mag in geen geval gelijkgesteld worden met beleggingsadvies. De verstrekte informatie vormt geen aanbod betreffende financiële, bank-, verzekerings- of andere producten of diensten. De informatie in dit document is afkomstig van zorgvuldig gekozen bronnen. Merit Capital geeft echter geen enkele garantie over de actualiteit, de nauwkeurigheid, de juistheid, de volledigheid of de opportuniteit van de informatie, gegevens of publicaties. De redactie kan niet aansprakelijk worden gesteld voor het niet-verwezenlijken van de verwachtingen.

Merit Capital NV is een Belgische onafhankelijke vermogensbeheerder, opgericht in 2000 door professionals die hun sporen hebben verdiend in de financiële wereld.

Merit Capital NV beheert het patrimonium van zowel particulieren, vennootschappen als institutionelen, over verschillende generaties heen en dit onder het toezicht van de FSMA en de Nationale Bank van België.

Merit Capital NV gaat voor een duurzame relatie met de klant op lange termijn, biedt elke klant een oplossing op maat met een complete dienstverlening.

KANTOREN:

Antwerpen
Hoofdzetel
Museumstraat 12D
2000 Antwerpen

T: +32 (0)3 259 23 00

Deurle

Xavier De Cocklaan 72 B5-6
9831 Deurle

T: +32 (0)9 233 83 70

Hasselt

Stokerijstraat 59
3500 Hasselt

T: +32 (0)11 21 55 67

Kortrijk

Doorniksewijk 15
8500 Kortrijk

T: +32 (0)56 36 00 07

Leuven

Bondgenotenlaan 134 B2
3000 Leuven

T: +32 (0)16 20 33 01

www.meritcapital.eu info@meritcapital.be