

## **MACRO-ECONOMISCHE CONTEXT: Welk inflatiescenario?**

Het was pijnlijk, erg pijnlijk, maar laten we 2022 als een wake-up call zien. De scherpe waardedaling vorig jaar van de drie belangrijkste activaklassen – aandelen, obligaties en vastgoed – wordt verklaard door de extreem snelle en sterke stijging van de rentevoeten, in Europa en nog meer in de Verenigde Staten. De verklaring hiervoor is simpel: de terugkeer van inflatie. Het toont ook het belang aan van het hebben van een correcte visie op de evolutie van de inflatie binnen een beleggingsstrategie en dus keren we in deze spotlight terug naar hoe we deze bepalen. Een visie die, pro memorie, suggereert zich te wapenen tegen het risico dat de inflatie niet snel terugvalt naar de fameuze 2%-doelstellingen van de centrale banken. De meest zichtbare wijze waarop ze wordt geïmplementeerd is door het opnemen van inflatie-geïndexeerde obligaties binnen de portefeuille.

### **Loonkosten**

Uit de langetermijngegevens van de VS kunnen we duidelijk aflezen dat in de drie decennia na de Tweede Wereldoorlog de lonen in lijn met de productiviteitswinsten stegen maar dat er sindsdien een grote “ontkoppeling” is, waarbij de lonen achterblijven op de productiviteitstoename. De belangrijkste factoren die de beperkte of zelfs onbestaande loonstijging in reële termen verklaren zijn globalisering, het bijkomend toetreden van vrouwen op de arbeidsmarkt en deregulering, die onder andere door technologische ontwikkelingen, de arbeidsmarkt opdeelde. De afgelopen 40 jaar zagen we een lange periode van “looncompressie” en de recente heropflakking van de inflatie accentueert het fenomeen verder – behalve in België, waar bij uitzondering de automatische loonindexatie nog bestaat – door een koopkrachtverlies bij de werknemers te veroorzaken.

Men dient altijd voorzichtig te zijn met het aankondigen van keerpunten, maar het is best mogelijk dat er een einde komt aan de bijdrage van de lonen aan de desinflatie. De werkloosheidscijfers zijn historisch laag, bedrijven klagen over arbeidstekorten en demografische ontwikkelingen waarbij er op de arbeidsmarkt meer uitstroom (pensioen) is dan instroom, zorgen voor tegenwind. Daarnaast zijn er ook overwegingen die moeilijker te becijferen zijn, zoals de mindere bereidheid te investeren in zijn werk, meer oog voor de work-life balance waarbij het privéleven en persoonlijke voldoening aan belang winnen, of nog een verslechterende mentale gezondheid.

### **Bedrijfswinsten**

Op vandaag is er geen sprake van prijs-loonspiraal. Ook al wijst een zeer recente micro-economische studie van de Nationale Bank van België niet in de richting van een toename van de bedrijfsmarges, toch stelde het Internationaal Monetair Fonds, even recent, op basis van “macro”-gegevens vast dat de huidige inflatie minder te verklaren valt door loonstijging dan door de toename van de bedrijfswinsten. Het lijkt ons verstandig om rekening te houden met een zekere inhaalslag bij de lonen wetende dat bedrijven gemiddeld gesproken de middelen

hebben om hierop in te gaan, maar dat ze de toegenomen kost zeker zullen doorrekenen in hun verkoopprijzen. We horen wel eens zeggen dat door kunstmatige intelligentie de werkloosheid omhoog zal schieten, maar zouden hierop toch niet te veel rekenen. Toegegeven, er bestaat een groot “reserveleger”, van mensen uit de werkende leeftijd die niet werken. Als zij op de arbeidsmarkt zouden komen, zouden de lonen dalen, hetgeen de kosten zou matigen. Hetzelfde kan gezegd worden van een grotere openheid voor immigratie. Het mobiliseren van ontmoedigde werknemers en het verhogen van de werkgelegenheidsgraad is echter verre van evident met als gevolg dat dit een traag proces zal zijn. Meer openheid voor mensen die, vaak legitiem, een betere toekomst zoeken is politiek delicaat. En zelfs indien de loonmatiging van de laatste decennia zou aanhouden, dan verhindert dit niet dat de prijzen stijgen door een toename van de marges.

### **Milieu**

Dat we pleiten voor voorzichtigheid op inflatievlak wordt mee verklaard door de milieutransitie. Door klimaatverandering en aantasting van het milieu valt te verwachten dat landbouwopbrengsten zullen afnemen en de economische bedrijvigheid zal worden belemmerd. Denk maar aan de impact van droogte op de bevaarbaarheid van de Rijn of op het koelen van kerncentrales. Of aan de productiviteit van werknemers bij zeer warm weer of slechte luchtkwaliteit door grootschalige branden. Of aan stijgende verzekeringspremies veroorzaakt door overstromingen of droogte-gerelateerde scheuren in huizen. En dan is er ook nog het milieubeleid van de overheid. De onvermijdelijke verhoging van milieubelastingen, helaas het krachtigste instrument om gedragswijzigingen te veroorzaken, zal de inflatie aanwakkeren, net zoals het kwistig rondstrooien van overheidssubsidies. De ervaring leert ons immers dat subsidies gepaard gaan met prijsverhogingen van de gesubsidieerde goederen.

De transitie zal veranderingen teweegbrengen in zowel hetgeen geproduceerd wordt als in de wijze waarop het geproduceerd wordt. De economische literatuur wijst ons op een asymmetrisch effect: waarnaar er meer vraag is, zal zijn prijs meer zien stijgen dan de prijsdalingen van hetgeen waarnaar er minder vraag is waardoor de op til zijnde veranderingen waarschijnlijk de inflatie zullen aanwakkeren.

### **Andere overheidspolitiek**

Er zijn nog andere domeinen waar overheidsbeslissingen de inflatie kunnen beïnvloeden. Ook al evolueren we niet in de richting van isolationisme op handelsvlak, toch zal de waarschijnlijke vertraging van de internationale handel, met name met lagelonenlanden, het belang van globalisering, hetgeen de afgelopen 40 jaar een sterke desinflatoire kracht was, doen afnemen. Omwille van politieke, sociale, demografische, ecologische en militaire redenen is het aannemelijk dat de oriëntatie van het budgettaire beleid inschikkelijk zal blijven. Redenen om meer uit te geven zijn er

in overvloed! En dit ondersteunt de economische groei, en dus de prijzen! Toegegeven, op vlak van monetaire beleid is er een zekere strengheid teruggekeerd, maar die zal niet tot het bittere eind gaan. Zoals reeds aangegeven, is het niet de bedoeling van de centrale banken om de economie in de afgrond te drijven om het inflatieprobleem op te lossen.

### **Conclusie**

Dat de publieke opinie niet van inflatie houdt is zeker, maar het is niet zo dat het voor de publieke opinie veel uitmaakt dat de inflatie 4% dan wel 2% is, en dat des te minder omdat de maatstaf voor inflatie zeer onvolmaakt is. Er is bijvoorbeeld geen vaststaande methode om de variatie in vastgoedprijzen of de kwaliteit van producten duidelijk te identificeren. Hoe rekening houden met het feit dat de kost van woordenboeken,

camera's, wegenkaarten en zaklampen tot nul daalt na de introductie van de mobiele telefoon? Zowel economen als overheden zien grote voordelen in een inflatie van 4% in plaats van 2%: voor de houdbaarheid van de overheidsuitgaven, de flexibiliteit van het monetaire beleid, de financiële stabiliteit en de dynamiek van de markten. Aangezien daarenboven de te betalen politieke en economische prijs om de inflatie opnieuw binnen de historische vork te brengen hoog is, dient men er rekening mee te houden dat de inflatie overmorgen hoger kan zijn dan eergisteren. Gelukkig is het met inflatie-geïndexeerde obligaties mogelijk om zichzelf hiertegen – goedkoop – te beschermen!

Etienne de Callatay – [etienne.decallatay@orcadia.eu](mailto:etienne.decallatay@orcadia.eu)

Contacteer ons:

**ORCADIA Asset Management** – Ecoparc Windhof  
13, Rue de L'Industrie – L-8399 Windhof – Luxemburg  
Tel.: +352 27 40 17 20 – [info@orcadia.eu](mailto:info@orcadia.eu)

Verantwoordelijke uitgever: Geert De Bruyne – [Geert.Debryne@orcadia.eu](mailto:Geert.Debryne@orcadia.eu)

Hoewel de in dit document verstrekte informatie is opgesteld op basis van bronnen die als betrouwbaar beschouwd kunnen worden, is het onmogelijk om de nauwkeurigheid of de volledigheid ervan te garanderen. De geuite meningen kunnen zonder voorafgaande kennisgeving aan wijzigingen onderhevig zijn. Dit document kan niet worden beschouwd als een beleggings-, juridisch of fiscaal advies. Daarom raden wij de lezer sterk aan om, alvorens een beleggingsbeslissing op basis van informatie in dit document te nemen, contact op te nemen met hun adviseurs. Een in het verleden gerealiseerde prestatie is geen garantie voor een toekomstige prestatie. De waarde van effecten is aan veranderingen onderhevig en kan derhalve niet worden gegarandeerd. Geen enkele reproductie van dit document is toegestaan, noch geheel, noch gedeeltelijk zonder de expliciete en voorafgaandelijke toestemming van Orcadia Asset Management.