

Markt: trends & thema's

Oktober 2022

Inflatie: een lange-termijn perspectief

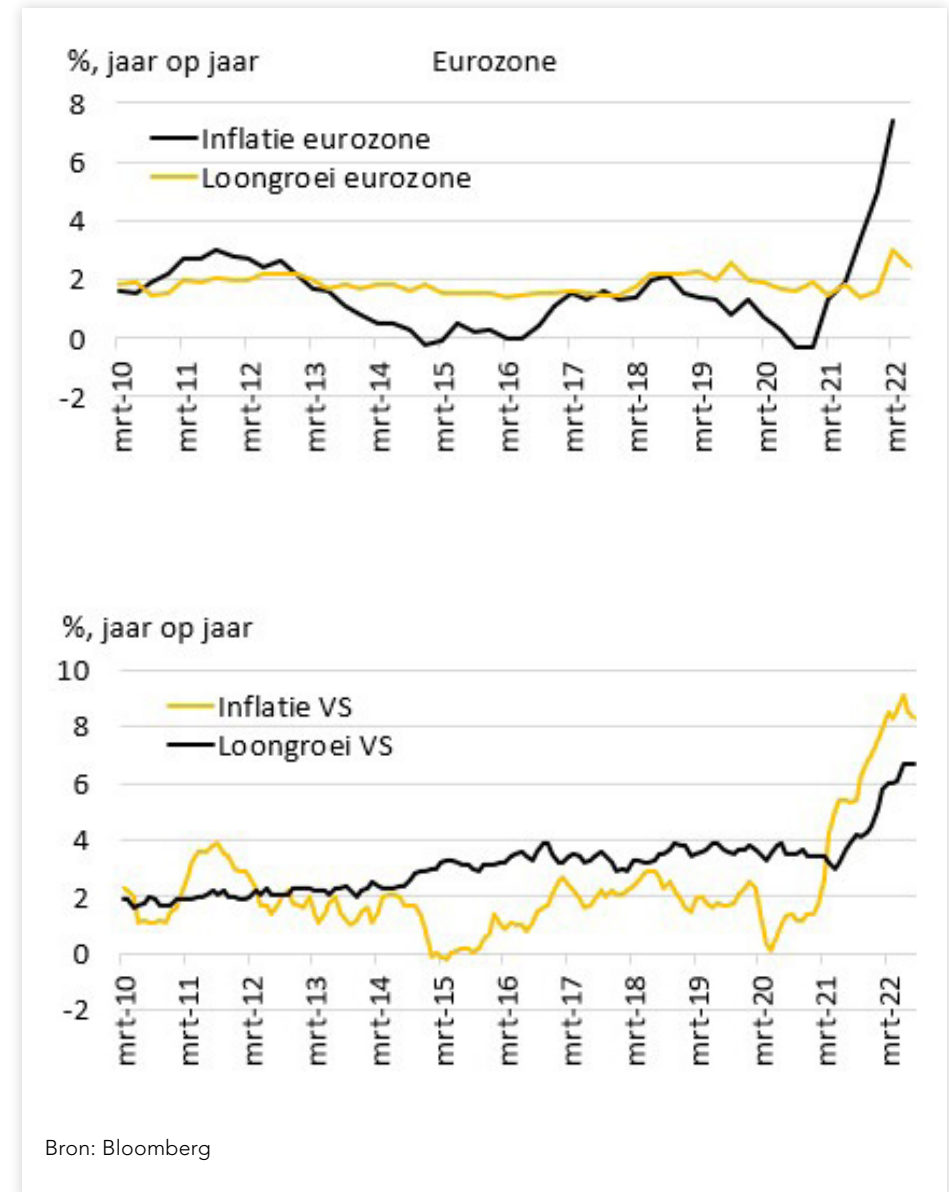
Inflatie blijft de gemoederen bezighouden, ook die van beleggers. Eerder dit jaar hebben we aandacht besteed aan de vooruitzichten voor inflatie op de kortere (2022: het jaar van turbo-stagflatie?) en middellange termijn (Wat komt er na stagflatie?). Nu gaan we nader in op onze verwachtingen over inflatie op lange termijn, richting 2030 en daarna.

Demografie als drijvende factor

Een bepalende, en op lange termijn wellicht zelfs de meest bepalende, factor voor inflatie zijn demografische ontwikkelingen. Bij een hogere bevolkingsgroei is de economische groei én de inflatiedruk in het algemeen hoger dan bij een krimpende bevolking. Daarbij speelt ook de leeftijdsopbouw een rol. Naarmate een samenleving vergrijst, neemt de productiviteit en daarmee ook de inflatiedruk af. De relatie tussen leeftijd en productiviteit kenschetst zich met een 'omgekeerde U'-vorm: gemiddeld is de productiviteit het hoogste in de leeftijdsgroep van 40-50 jaar. Naarmate het aandeel 40-50 jarigen in de bevolking daalt, zullen productiviteit en inflatie dus ook afnemen.



Voor wat betreft totale bevolkingsomvang, is de verwachting van de Verenigde Naties dat deze in Europa en de VS tot 2030 nog licht zal toenemen, en in de jaren daarna (tot 2050) weer zal afnemen. Ondertussen zal het aandeel 65-plussers in de bevolking naar verwachting geleidelijk toenemen, van minder dan 20% nu tot ruim 25% in 2050. De invloed van vergrijzing op inflatie is overigens niet eenduidig. In principe geldt dat hoe hoger de 'old age dependency ratio', hoe lager de inflatiedruk, maar 'ontsparen' door zorgbehoevende ouderen en toenemende schaarste op de arbeidsmarkt kunnen juist inflatoir werken. Per saldo gaan we ervan uit dat voor Europa tot 2030-2035 het deflatoire effect van vergrijzing overheersend is, en daarna meer de inflatoire effecten gaan domineren.



Bron: Bloomberg

Is Japan ons voorland?

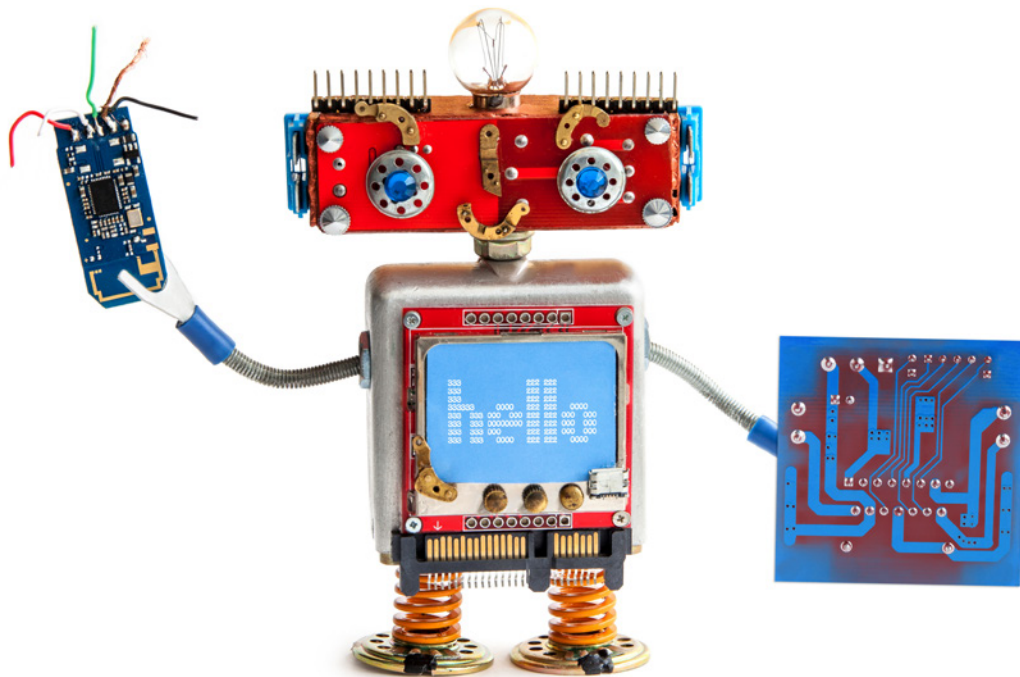
Een land dat al veel langer te maken heeft met de nadelige economische gevolgen van vergrijzing en een krimpende bevolking is Japan. Op dit moment is Japan de meest 'vergrijzende' samenleving ter wereld. In 2040 zal ruim een derde van de Japanse bevolking ouder zijn dan 65 jaar. De hoge mate van vergrijzing in Japan is toe te schrijven aan een combinatie van factoren: een stijgende levensverwachting, lagere geboortecijfers en (vrijwel) afwezigheid van immigratie. De effecten hiervan op de Japanse economie zijn al sinds begin jaren '90 van de vorige eeuw goed te zien. In de decennia na de Tweede Wereldoorlog maakte Japan een langdurige periode van hoge groei en inflatie door, maar sinds 1990 schommelt zowel de groei als de inflatie meestal tussen 0-1%. Alle maatregelen van de Japanse overheid en centrale bank ten spijt, is het de afgelopen 30 jaar niet gelukt om de economische groei en inflatie naar een hoger niveau te tillen. Zelfs nu in de VS en Europa de inflatie is opgelopen richting 10%, blijft de inflatie in de Japan beperkt tot 3%.

De vraag is in hoeverre uit de ervaring van Japan met bevolkingskrimp en vergrijzing lessen te trekken vallen voor ons. Immers, zowel in Japan als Europa stijgt de verhouding tussen 65-plussers en 20/64-jarigen, en ook voor Europa wordt een daling van de bevolkingsomvang verwacht. Wat we daarbij niet moeten vergeten, is dat Japan niet alleen al veel langer te maken heeft met deze trends dan wij, maar dat ook in de toekomst de bevolking van Japan aanzienlijk sneller zal blijven afnemen en de 'old age dependency ratio' meer zal toenemen dan in Europa. Een belangrijk verschil daarbij is dat Europa en ook de VS een positief migratiesaldo hebben en ook zullen houden, in ieder geval naar verwachting van de Verenigde Naties. Daardoor blijft de bevolkingskrimp hier voorlopig veel beperkter dan in Japan, waar van immigratie van oudsher nauwelijks sprake is. Daarmee zullen de effecten van demografische ontwikkelingen op economische groei en inflatie hier naar verwachting ook veel kleiner zijn dan in Japan.

Technologie en 'de-globalisering' als inflatie-remmende factoren

Naast demografie lijkt ook de snelle opkomst van technologie een belangrijke factor te zijn geweest in de ontwikkeling van inflatie in de afgelopen 30-40 jaar. Technologische innovaties hebben veel productieprocessen efficiënter gemaakt, en daarmee sterk bijgedragen aan een hogere productiviteit en economische groei. Tegelijkertijd zijn de kosten van elektronische en digitale producten en diensten steeds verder gedaald, terwijl volgens de 'Wet van Moore' het aantal componenten per geïntegreerde schakeling elk jaar verdubbelt. Daardoor hebben bijvoorbeeld computers nu veel meer rekenkracht dan in de jaren '90, en zijn laptops steeds dunner, krachtiger én goedkoper geworden.

De vraag is wel of technologie ook in de toekomst een deflatoire factor zal blijven. Sinds de 'coronacrisis', maar in feite ook al daarvoor, wordt de verdere ontwikkeling van technologie afgeremd door 'de-globalisering', 'supply chain disruptions' en grondstoffentekorten. Hoewel deze verstoringen in ieder geval ten dele tijdelijk van aard lijken, kan de trend naar 'de-globalisering' meer fundamenteel van aard blijken. In ieder geval tot de kredietcrisis van 2008-2009 droeg globalisering bij aan neerwaartse prijsdruk, omdat producten en halffabrikaten steeds meer daar gemaakt werden waar dat het goedkoopste was. Sindsdien hebben diverse factoren, waaronder opkomend nationalisme en populisme, bijgedragen aan een afvlakking van globalisering. Tijdens de corona-pandemie, en opnieuw sinds het begin van de oorlog in Oekraïne, is gebleken hoe kwetsbaar internationale handelsketens zijn, waardoor de neiging om productie meer 'in eigen huis' te doen is toegenomen. Hoewel we er niet van uitgaan dat de voordelen van globalisering helemaal verdwenen zijn, verwachten we wel dat het prijsdrukkende effect van globalisering in de toekomst minder zwaar zal wegen dan in de afgelopen decennia, en dat eerder op een lange horizon de trend naar de-globalisering juist licht inflatoir zal zijn.



Klimaatproblematiek als aanjager van inflatie?

Naast demografie en technologie zal de toekomstige inflatie ook in belangrijke mate bepaald worden door klimaatverandering en het gevoerde beleid om de gevolgen van klimaatverandering tegen te gaan. Welke invloed klimaat op inflatie zal hebben, en wanneer, is hoogst onzeker en hangt in belangrijke mate af van de vraag of we erin slagen de 'ordelijke transitie', waarop het Parijs-akkoord is gebaseerd, en waarbij de opwarming van de aarde tot ca. 2 graden beperkt blijft, te doorlopen, of dat we in een scenario van 'wanordelijke transitie' (opwarming ca. 3 graden) of zelfs 'gefaalde transitie' (opwarming ca. 4 graden of meer) terecht komen. In alle scenario's is het aannemelijk dat de inflatiedruk eerder toeneemt dan afneemt, maar wanneer en hoeveel verschilt aanzienlijk per scenario.

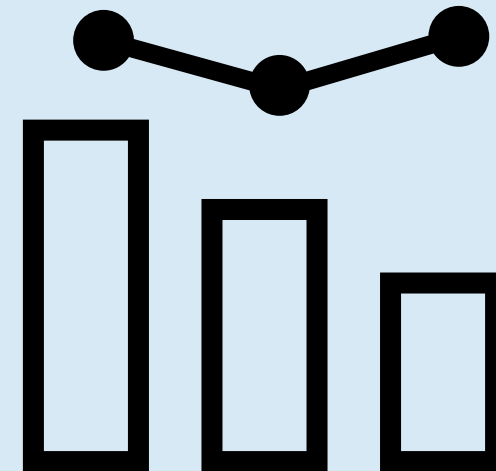
In de scenario's van 'ordelijke', maar ook van 'wanordelijke' transitie zal de inflatiedruk vooral op korte termijn oplopen, mede vanwege grootschalige investeringen van zowel bedrijven als huishoudens ten behoeve van de energietransitie, en een brede toepassing van belastingheffing op CO₂-uitstoot ('carbon taxes'). Op langere termijn zal de invloed van klimaat op inflatie in die scenario's relatief beperkt zijn, mede dankzij de relatief lage kosten van 'renewable' energiebronnen en doordat de klimaatrisico's dan redelijk beheersbaar blijven. In het scenario van een 'gefaalde transitie' zal de verandering in inflatie op korte termijn beperkt blijven, maar zal juist op langere termijn de inflatiedruk toenemen, naarmate fossiele brandstoffen schaarser en daarmee duurder worden, en de klimaatrisico's (overstromingen, droogte etc.) en de kosten daarvan toenemen.



Plussen en minnen, maar per saldo op lange termijn hogere inflatie verwacht dan eerder gedacht

Tot niet zo lang geleden leken de structurele factoren die (mede-) bepalend zijn voor de inflatie-ontwikkeling op lange termijn vooral in de richting van langdurig laag blijvende inflatiedruk te wijzen. Daarbij leken demografische factoren, en dan met name vergrijzing en bevolkingskrimp, van doorslaggevend belang. Daarbij gold Japan, waar vergrijzing en lage inflatie al 30 jaar hand in hand gaan, als voorbeeld voor wat westerse landen ook te wachten zou staan. Naast de matige demografische vooruitzichten leken ook technologische innovaties en globalisering eerder bij te dragen aan de deflatoire trend dan aan een op handen zijnde draai in het inflatiebeeld.

Toch schatten we de inflatie-vooruitzichten op lange termijn nu iets anders in dan een paar jaar geleden. Weliswaar zijn de demografische ontwikkelingen niet wezenlijk veranderd, al zorgt de toegenomen immigratie naar Europa en de VS wel voor een lichte verbetering van de demografische vooruitzichten, maar de trend naar steeds verdere globalisering lijkt de afgelopen jaren niet verder door te zetten, wat onder andere een remmend effect heeft op technologische innovatie en daarmee van een deflatoire factor eerder een inflatoire factor is geworden. Daarnaast is de steeds urgenter wordende klimaatproblematiek een factor van toenemend belang geworden. In een gunstig scenario, waarin de wereld erin slaagt 'global warming' binnen de perken te houden, zal het effect op inflatie vooral op korte termijn spelen, maar op lange termijn beperkt blijven. In een scenario van 'gefaalde transitie' zal dat eerder andersom zijn, maar hoe dan ook lijkt klimaatverandering eerder inflatoir dan deflatoir uit te werken.



'Inflation is always and everywhere a monetary phenomenon'...?

Al met al schatten we de inflatie-vooruitzichten op lange termijn nu iets hoger in dan eerder gedacht. Voorheen gingen we ervan uit dat de inflatiedruk op lange termijn onder 2% zou blijven, nu gaan we uit van een 'neutrale' inflatie van rond 2%. Het is niet geheel toevallig dat dat in lijn is met de aangepaste inflatiedoelstelling van de ECB. Tot voor kort streefde de ECB naar een inflatie 'onder, maar in de buurt van 2%', maar die doelstelling is inmiddels aangepast naar 'rond 2%'. Hoewel er, zeker met de recente ervaringen, wel wat valt af te dingen op de uitspraak van econoom [Milton Friedman](#) dat 'inflatie altijd en overal een monetair fenomeen' is, gaan wij er in de basis wel van uit dat het centrale banken (of in ieder geval de ECB en de Fed) op lange termijn zal lukken om de inflatie rond 2% uit te laten komen.

Op korte termijn, en daarmee bedoelen we in ieder geval de komende 12-18 maanden, zal dat vrijwel zeker niet lukken, en ook op middellange termijn (op een horizon van ca. 2-5 jaar) schatten we de kans dat inflatie boven 2% blijft hoger in dan de kans dat we weer in een 'deflatie-scenario' terecht komen, terwijl we dat tot de coronapandemie juist nog het meest waarschijnlijke 'risico-scenario' achtten. Gezien de recente inflatie-ontwikkelingen, en de onzekerheid over welke factoren op welke manier door zullen werken in toekomstige inflatie, past wel de kanttekening dat ook op lange termijn er een gerede kans blijft dat inflatie niet 'rond 2%' uitkomt, maar (veel) hoger of juist lager. Uiteindelijk is op lange termijn maar één ding zeker, zoals een andere [bekende econoom](#) ooit zei: 'in the long run, we are all dead'...



Disclaimer

Dit document is samengesteld door ASR Vermogensbeheer N.V. (hierna a.s.r. vermogensbeheer). a.s.r. vermogensbeheer is een beheerder van Beleggingsfondsen en staat onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") te Amsterdam en beschikt over een vergunning voor het beheren van beleggingsinstellingen op grond van art. 2:65 Wft. Het is a.s.r. vermogensbeheer toegestaan om onder haar vergunning de volgende beleggingsdiensten te verlenen: het beheren van een individueel vermogen, het verstrekken van beleggingsadvies en het ontvangen en doorgeven van orders met betrekking tot financiële instrumenten. a.s.r. vermogensbeheer is opgenomen in het register als bedoeld in artikel 1:107 Wft.

De inhoud van dit document is gebaseerd op betrouwbaar geachte informatiebronnen. Er wordt echter geen garantie of verklaring gegeven omtrent de juistheid, volledigheid en actualiteit van die informatie, noch uitdrukkelijk, noch stilzwijgend. De verstrekte informatie is uitsluitend indicatief en aan verandering onderhevig. Prognoses vormen geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten. Aan de inhoud van dit document, waaronder eventuele berekende waarden en weergegeven resultaten, kunnen geen rechten worden ontleend. De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

Alle copyrights en overige informatie in dit document is eigendom van a.s.r. vermogensbeheer. De informatie is alleen bedoeld voor bepaalde (ontvangende) partijen en is vertrouwelijk. Dit document is niet bedoeld als beleggingsadvies, aangezien geen rekening wordt gehouden met de persoonlijke situatie van de klant en de presentatie ook niet is gericht op een individuele klant. De in/via dit document verstrekte informatie is bovendien geen aanbod of enigerlei financiële dienst.

De informatie is ook niet bedoeld om enig persoon of instantie aan te zetten tot het kopen of verkopen van enig financieel product, waaronder rechten van deelneming in een beleggingsfonds, of tot het afnemen van enige dienst van a.s.r. vermogensbeheer, noch is de informatie bedoeld als basis voor een beleggingsbeslissing.

Voor de toepasselijke voorwaarden en risico's van de in deze presentatie vermelde a.s.r. vermogensbeheer beleggingsfondsen wordt verwezen naar de prospectussen, fondsvoorwaarden en essentiële beleggersinformatie (EBI) van deze fondsen. Exemplaren hiervan en van de jaarverslagen zijn verkrijgbaar via www.asrvermogensbeheer.nl, waar ook alle gegevens van a.s.r. vermogensbeheer kunnen worden geraadpleegd. De producten van a.s.r. vermogensbeheer zijn alleen bedoeld voor professionele beleggers.

a.s.r.

Archimedeslaan 10

3584 BA Utrecht

www.asrvermogensbeheer.nl

ASR Vermogensbeheer N.V. - KvK 30227237 Utrecht