



Hoge inflatie: een nieuw economisch gevaar?

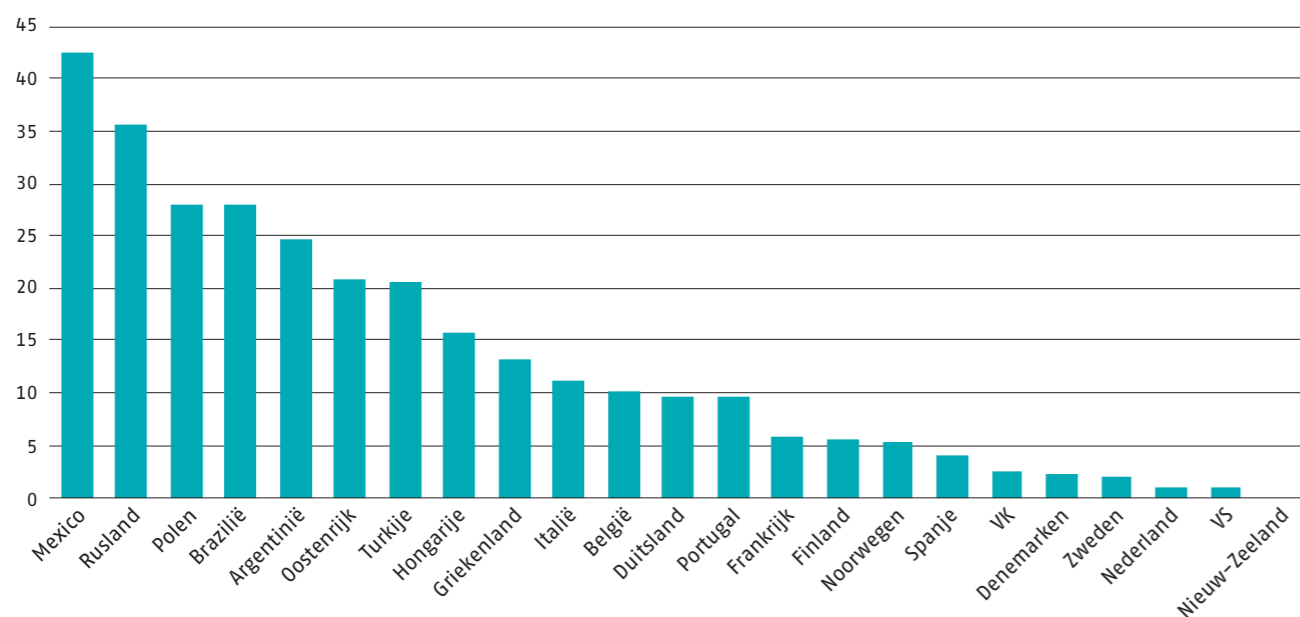
De coronapandemie kwam voor velen als een donderslag bij heldere hemel. Door de strenge maatregelen ontstond een scherpe recessie, waarbij vooral de dienstensector, zoals horeca, cultuur en toerisme, het zwaar voor de kiezen kreeg. De ongekende financiële steunmaatregelen van overheden en centrale banken hebben vermoedelijk een systeemcrisis voorkomen. Inmiddels is de pandemie in veel ontwikkelde landen (deels) onder controle en trekt de economische activiteit flink aan. De combinatie van economisch herstel met nog steeds flinke steunmaatregelen zorgt voor nieuwe risico's, waaronder inflatie. In de VS is de inflatie al opgelopen tot 5,4% en ook in diverse Europese landen zien we meer inflatiedruk met percentages rond 3%. Moeten we ons in Nederland zorgen gaan maken over hoge inflatie?

HISTORIE INFLATIECRISES

Historisch gezien zijn er veel periodes geweest waarin de inflatie is uitgekomen boven de twintig procent, wat door economen wordt aangeduid als een inflatiecrisis (grafiek 1). Dit geldt in het bijzonder voor veel opkomende markten in de jaren tachtig en negentig van de vorige eeuw, zoals Mexico (1994), Rusland (1998) en Argentinië (2001). Heel vaak volgde inflatie bij deze landen op een schulden crisis, waarbij overheden niet in staat bleken aan hun verplichtingen te voldoen. Het hanteren van een vaste wisselkoers – doorgaans ten opzichte van de Amerikaanse dollar – versterkte de problematiek. Doordat de wisselkoers bij een schulden crisis daalt, worden importen duurder en stijgt het binnenlands prijspeil. Door herstructurering van de schuld én door internationale hulp (IMF) wordt het vertrouwen in de regel hersteld en kan het betreffende land weer met een schone lei beginnen.

DOOR HERSTRUCTURERING VAN DE SCHULD KAN HET BETREFFENDE LAND WEER MET EEN SCHONE LEI BEGINNEN

Grafiek 1: Percentage jaren met inflatie > 20%
In procenten, sinds 1800



Bron: Reinhart & Rogoff, 2009

Dr. R.A.J. Bosman studeerde Algemene Economie aan de Universiteit van Amsterdam en is gepromoveerd op de vraag hoe emotionele factoren van invloed zijn op financiële beslissingen. Hij werkt als onafhankelijk consultant en docent op het gebied van (behavioural) risk management. Tevens is hij verbonden aan de School of Business and Economics van de Vrije Universiteit Amsterdam.



Opvallend is dat bij de verschillende inflatiecrises over de eeuwen heen de inflatiepiek – gemeten als de maximale inflatie op jaarbasis – behoorlijk hoog ligt (tabel 1). Angelsaksische landen zoals de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk hadden met respectievelijk 24% en 34% een nog relatief bescheiden inflatiepiek, terwijl landen als Frankrijk, Italië en Spanje met aanzienlijk hogere inflatie werden geconfronteerd. Duitsland spande de kroon met hyperinflatie in 1923 (zie verderop).

Tabel 1: Inflatiepieken sinds 1800

Land	Maximale inflatie (%)	Jaar
Nederland	21	1918
Duitsland	2,22E + 10	1923
Frankrijk	74	1946
Italië	491,4	1944
Spanje	102,1	1808
Verenigd Koninkrijk	34,4	1800
Verenigde Staten	24	1864
Japan	568	1945

Bron: Reinhart & Rogoff (2009)

SOORTEN INFLATIE

Economisch gezien kun je onderscheid maken tussen verschillende soorten inflatie. Inflatie kan ontstaan doordat de vraag naar goederen en/of diensten plotseling aantrekt, bijvoorbeeld doordat huishoudens ineens meer geld in hun portemonnee krijgen. Dit mechanisme speelde bijvoorbeeld een rol in Nederland in 2001 toen de inflatie mede door belastingverlaging steeg naar bijna 5%. Ook in 2021 hebben veel huishoudens meer geld in hun portemonnee, doordat zij tijdens de pandemie meer geld hebben gespaard. Of zij dit alsnog gaan uitgeven is onzeker.

Inflatie kan ook ontstaan doordat niet de vraag maar de kostprijs van goederen en/of diensten stijgt. Zo steeg de inflatie eind jaren 70 tijdens een recessie fors doordat de olieprijs door het dak ging als gevolg van geopolitieke spanningen in het Midden-Oosten (stagflatie). Daarnaast kan de kostprijs stijgen door hogere loonkosten, een fenomeen dat we zagen midden jaren 70 toen vakbonden hogere lonen eisten in reactie op stijgende prijzen door duurdere olie in combinatie met economische voorspoed. Dit zorgde voor een zogeheten klassieke loon-prijsspiraal. Op dit moment zien we nog geen loon-prijsspiraal in de ontwikkelde economieën. Wel zijn er door de nasleep van de pandemie grote problemen met internationale supply chains, met name in de chip-sector en het internationale zeetransport. In hoeverre deze kostprijs-schokken tijdelijk zijn en/of leiden tot hogere inflatieverwachtingen, is onzeker.

OP TERMIJN ZOU DIT DE INFLATIE WEER KUNNEN DRUKKEN

Daarnaast zijn er structurele factoren die van invloed zijn op de inflatieontwikkeling. Met name vanaf de jaren 80 is de inflatie steeds verder gedaald. Economen schrijven dit toe aan globalisering (meer goedkope productie in opkomende landen zoals China), zwakkere vakbonden (minder macht voor werknemers om hogere lonen te eisen) en technologische vooruitgang (meer concurrentie voor werknemers door robotisering). Het lijkt aannemelijk dat deze factoren voorlopig nog niet zijn uitgewerkt. Dit zou op termijn de inflatie weer kunnen gaan drukken.

HYPERINFLATIE IN DE EUROZONE

De grootste nachtmerrie voor consumenten (met name spaarders) en bedrijven is hyperinflatie, gedefinieerd als een stijging van het prijspeil van 40% of meer per maand. Dergelijke inflatie wordt vooral geassocieerd met bananenrepublieken, zoals Zimbabwe (2009) of Venezuela (2018) die recent deze misère over zich afriepen. Maar ook in Europa heeft hyperinflatie in het verleden verschillende landen

geteisterd, met als bekendste voorbeeld Duitsland in de jaren 20. Over de precieze oorzaken van hyperinflatie lopen de meningen nog altijd uiteen. Economen hebben verrassend genoeg weinig academisch onderzoek gedaan naar de factoren die deze vorm van inflatie in de hand werken. Recent onderzoek naar hyperinflatie in Europa laat zien dat een aantal dingen van belang zijn (Sauer 2021). Zo is de centrale bank een speelbal geworden van een politiek die kampt met grote sociale spanningen, koopt de centrale bank steeds meer onhoudbare overheidsschuld op en verliezen beleggers uiteindelijk het vertrouwen in de kwaliteit van de centrale bank balans. Dit zorgt voor een scherpe devaluatie van de munt, met als gevolg dat inflatie wordt geïmporteerd uit het buitenland. Hyperinflatie wordt dus vooral in gang gezet door de wisselkoers en niet zo zeer door de groei van de geldvoorraad. Dergelijk hoge inflatie is overigens per definitie niet houdbaar en leidt onvermijdelijk tot een monetaire reset, waarbij een nieuwe munt wordt ingevoerd en de centrale bank moet worden geherkapitaliseerd.

Een interessante vraag is of hyperinflatie mogelijk is in de eurozone. De ECB neemt steeds meer langlopende schulden van overheden op haar balans, waardoor het risico toeneemt dat beleggers op enig moment het vertrouwen verliezen in de kwaliteit van de balans van de centrale bank. Daar staat tegenover dat de eurozone als geheel een grote verdien capaciteit heeft met flinke handelsoverschotten. Of beleggers in zo'n situatie het vertrouwen kunnen verliezen in de euro, is onzeker. Toch lijkt het raadzaam om hyperinflatie in ontwikkelde economieën zoals de eurozone niet bij voorbaat uit te sluiten. Het is van belang goed na te denken over de precieze risicofactoren, mogelijke *early warning* signalen en uiteindelijke consequenties.

WAT TE DOEN?

Er zijn goede redenen om aan te nemen dat de inflatie verder gaat stijgen, denk aan royale overheidssteun, zeer lage rentes, goed gevulde huishoudportemonnees en supply chain problemen. Maar er zijn ook overtuigende argumenten te bedenken waarom de inflatie juist verder gaat dalen, zoals meer besparingen door vergrijzing, ongelijkheid, aanhoudende globalisering, overcapaciteit in zombiebedrijven die dankzij de lage rente overleven en toenemende robotisering. De geschiedenis leert dat het voorspellen van inflatie lastig is. Zo hebben in de jaren 70 consumenten en bedrijven de hoge inflatie onderschat, terwijl zij de structureel lage inflatie vanaf de jaren 80 juist hebben overschat. Vanuit een risicomanagementperspectief is het daarom verstandig om niet te wedden op één paard, maar rekening te houden met verschillende (extreme) economische uitkomsten. Want één ding is zeker, de wereld zal ons blijven verrassen met steeds weer nieuwe gevaren. ■

Bronnen (selectie)

Auer, R., Borio, C., Filardo, A. (2017). "The globalisation of inflation: the growing importance of global value chains", BIS Working Papers No 602.

Borio, C. (2017). How much do we really know about inflation, Presentation for the 87th Annual General Meeting of the BIS.

Montier, J. (2013). "Hyperinflations, Hysteria, and False Memories", GMO White Paper, February 2013.

Reinhart, C.M., Rogoff, K.S. (2009). This time is different – Eight centuries of financial folly, Princeton University Press.

Sauer, I. (2021). The Case Against the Quantity Theory: Hyperinflations as Central Bank Insolvencies, (Mis-) Leading Textbooks and an Obscure Culprit for Hollowing-out the Euro, book (monograph), to be published soon at one of the leading global scientific publishing houses, based on dissertation.