

Samenvatting van RBA-scriptie

VERWACHTE INFLATIE: EEN (ZICHZELF VERVULLENDE) VOORSPELLER?

Bob Boelens is ALM Consultant bij Ortec Finance

Door de toenemende vaccinatiegraad onder de bevolking in combinatie met de dalende besmettingen vanwege de zomerperiode is het een kwestie van tijd dat de economie weer volledig open gaat. Bij de volledige heropening van de economie is er waarschijnlijk sprake van een zogenoemde inhaalvraag: het extra opgepote geld dat tijdens de Covid-19 crisis niet uitgegeven kon worden, zal (deels) alsnog uitgegeven worden. Door deze inhaalvraag is de verwachting van velen, zo ook van de meeste beleggers op de financiële markten, dat de inflatie zal stijgen. Ook andere indicatoren zoals bijvoorbeeld de miljarden die via stimuleringspakketten in de economie zijn gepompt en het ongekend scherpe herstel van grondstofprijzen voeden de verwachting van hogere inflatie. Deze stijgende (verwachte) inflatie, die vaak gepaard gaat met stijgende nominale rentes, maakt veel beleggers onrustig. Tevens bestaat de veronderstelling dat aanhoudend hogere (verwachte) inflatie zich uiteindelijk vertaalt in hogere looneisen, die op hun beurt weer resulteren in een hoger prijsniveau. Hiermee wordt de hogere (verwachte) inflatie een zichzelf vervullende voorspeller, wat het begin kan zijn van een vicieuze cirkel. Van belang hierbij is wel in hoeverre de hogere (verwachte) inflatie van structurele of tijdelijke aard is. Of de huidige oplopende inflatieverwachtingen van tijdelijke aard zijn, is een klassiek geval van twee economen in een kamer en drie meningen.

Hoe anders was de inflatieontwikkeling de afgelopen jaren in de eurozone. Mede door digitalisering, globalisering, automatisering en misschien ook wel vergrijzing bleef de inflatie laag. De verwachte inflatie in de markt bleef redelijk verankerd rondom de 2%. Daar kwam in 2014 echter verandering in, toen het anker los sloeg in de vorm van een dalende inflatieverwachting. Dat was voor de toenmalige ECB president en de huidige premier van Italië Mario Draghi

reden om een programma van kwantitatieve verruiming aan te kondigen dat in 2015 van start is gegaan.¹

Een belangrijke vraag die bij deze argumentatie gesteld kan worden is in hoeverre te bepalen valt of de verwachte inflatie inderdaad de eigenschap heeft een zichzelf vervullende voorspeller te zijn of in ieder geval een redelijke voorspeller.

De Phillips Curve is niet dood

Om dit te onderzoeken, is eerst de eurozone inflatie van de afgelopen 20 jaar gemodelleerd. Hierbij zijn de data gebruikt van december 2000 tot en met juni 2020. Historische inflatie, tijdelijke hoge werkloosheid (neerwaartse druk op inflatie vanuit de

conjunctuur) en een schok in de olieprijs (kostengedreven inflatie) waren de belangrijkste verklarende factoren om de inflatie over een kwartaal, zowel in-sample als out-of-sample, behoorlijk goed te voorspellen. Het aanwezige negatieve verband tussen tijdelijke hoge werkloosheid en prijsinflatie toont dat de Phillips Curve² (negatieve relatie tussen inflatie en werkloosheid), zij het in een moderner jasje, nog steeds relevant is.

Vervolgens is geanalyseerd in hoeverre de verwachte inflatie de voorspelkracht van het model verbetert. Daarbij is het belangrijk om te melden dat er grofweg twee methodes zijn om verwachte inflatie te bepalen, namelijk via een enquête onder



bijvoorbeeld professionele beleggers of via marktinformatie. Om tot een verwachte inflatie vanuit de markt te komen, moet er eigenlijk nog gecorrigeerd worden voor onder andere een liquiditeits- en termijnpremie.³ Dit maakt het bepalen van de inflatieverwachting vanuit de markt complexer en gevoelig voor modelkeuzes. Dit onderzoek heeft daarom uiteindelijk hoofdzakelijk gebruik gemaakt van de voorspellingen uit de ECB enquête onder professionele beleggers en de marktverwachtingen zonder correcties (Break-Even-Inflaties of BEIR), net als de ECB dat deed in 2014.

Causaliteit moeilijk vast te stellen

Allereerst is in de kwantitatieve analyse gekeken in hoeverre de 1-jaars en 5-jaars inflatieverwachtingen een impact hebben op de inflatie over een kwartaal. Dit zou immers een indicatie kunnen zijn dat de verwachte inflatie een zichzelf vervullende voorspeller is. Naast het feit dat het lastig is causaliteit vast te stellen, toont deze analyse dat de voorspelkracht van het inflatiemodel niet verbetert met deze inflatieverwachtingen. Dit komt doordat inflatieverwachtingen voor de korte horizon te veel correleren met de historische inflatie en daarmee niets toevoegen in de modellering, terwijl inflatievoorspellingen voor een langere horizon simpelweg te weinig informatie bevatten voor de inflatie over een kwartaal.

Een andere mogelijkheid is dat de verwachte inflatie niet een zichzelf vervullende voorspeller is, maar wel een redelijke voorspeller blijkt te zijn van toekomstige inflatie. Indien dat het geval is, betekent een lagere inflatieverwachting alsnog dat er een aanzienlijke kans is dat een lagere inflatie in de toekomst werkelijkheid wordt. Een dergelijke bevinding zou de motivatie voor het ECB QE programma van 2015, dat veel waarde hechtte aan de inflatieverwachtingen vanuit de markt, ondersteunen.

Argumentatie achter QE beleid van de ECB is weinig overtuigend

Uit de kwantitatieve analyse blijkt echter niet dat korte of langere inflatieverwachtingen vanuit de markt of vanuit de ECB survey een goede voorspellende waarde hebben voor de inflatie over een jaar. Wat natuurlijk een rol zou kunnen spelen is dat de ECB in 2014 acteerde op de dalende inflatieverwachtingen middels het QE programma, waardoor het wellicht ook de inflatieontwikkeling in de laatste jaren beïnvloedde. Impliciet houdt de analyse echter wel rekening met deze groeiende geldhoeveelheid via de historische inflatie. Expliciete toevoeging van geldhoeveelheid (in de meest ruime definitie) bleek daardoor geen toegevoegde waarde te hebben in de modellering. Daarnaast betreft de QE periode vanaf 2015 slechts een deel van

de onderzochte tijdsperiode, die loopt van december 2000 tot en met juni 2020.

Het zal voor de ECB hopelijk geen verrassing zijn dat inflatieverwachtingen vanuit de markt (BEIR) en vanuit de ECB enquête er vaak naast zitten. De vraag is echter ook in hoeverre er een beter alternatief beschikbaar is. Zodoende is het monitoren van de inflatieverwachting uit de markt en de survey op zichzelf geen slecht idee. Gegeven de lage (zichzelf vervullende) voorspelwaarde, is echter wel voorzichtigheid geboden bij het acteren op deze inflatieverwachtingen. De onderbouwing van het QE programma van 2015, die erg leunde op de inflatieverwachting vanuit de markt, kan daarmee ook wel in twijfel worden getrokken.

Noten

- 1 Speech by Mario Draghi, President of the ECB, Annual central bank symposium in Jackson Hole, 22 August 2014, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140822.en.html>
- 2 Phillips, A.W. (1958). The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957. *Economica*, 25(100), 283-299.
- 3 Interesting read: Hiraki, K., & Hirata, W. (2020). *Market-based Long-term Inflation Expectations in Japan: A Refinement on Breakeven Inflation Rates*. Tokyo: Bank of Japan.