

Hoge verwachtingen van inflatie

Juni 2021

Uitsluitend voor professionele beleggers | Voor promotionele doeleinden | Niet doorsturen

Nu de Amerikaanse consumentenprijsindex in mei 2021 een stijging van 5% ten opzichte van vorig jaar noteert, spookt inflatie voortdurend door het hoofd van beleggers. In dit artikel bespreken portefeuillebeheerders Helen Anthony en Andrew Mulliner of die inflatie permanent of tijdelijk is. De belangrijkste onderwerpen zijn:

- ▶ De invloed van grondstoffenprijzen en verstoringen van de toeleveringsketens
- ▶ Wat vertelt opgesplitste inflatie ons over de onderliggende prijsdruk?

Kan onevenwichtigheid zichzelf corrigeren?

Na de instorting die we tijdens de schok van de pandemie vorig jaar zagen, is het niet verrassend dat de inflatie in 2021 terugkeert. Vooral de grondstoffenprijzen werden hard geraakt, waarbij de plotselinge sluiting van de wereldeconomie in 2020 zorgde voor een enorm aanbodoverschot. In binnenlandse economieën zorgde social distancing voor een verschuiving in de vraag doordat consumenten vooral goederen kochten in plaats van diensten. De recentere heropening van grote delen van de wereldeconomie heeft geresulteerd in een massale opleving van de vraag, waaraan de grondstoffenmarkten maar nauwelijks kunnen voldoen. De schaal van de verstoring is duidelijk nu de prijzen van grondstoffen en productie in de afgelopen 12 maanden aanzienlijk zijn gestegen. De inelastische toevoer van veel grondstoffen kon de vraagstijging niet bijhouden doordat bijvoorbeeld het openen en sluiten van mijnen tijd kost.

In combinatie met de impact van de hoge grondstoffenprijzen heeft de uitzonderlijke omvang van de economische bedrijvigheid in het afgelopen jaar de toevoerketens verstoord. Normaliter werkt de wereldwijde toeleveringsketen als een nauwkeurig afgesteld raderwerk, waarbij vrachtvervoer en containerschepen zich overal ter wereld aan nauwgezette tijdschema's houden. De verschuiving in de vraag naar diverse goederen tijdens de pandemie en de verschillende reacties van elk land, hebben het systeem uit balans gebracht en logistieke uitdagingen veroorzaakt waarbij containers en schepen zich vaak in het verkeerde gebied bevonden. Dit heeft de vrachtkosten laten toenemen (figuur 1) en levertijden langer gemaakt, wat tot hogere leveringskosten en capaciteitsbeperkingen leidde, die op hun beurt weer bijdroegen aan de hogere prijzen van de beschikbare goederen.

Figuur 1: Shanghai Shipping Exchange China Export Containerised Freight Index



Bron: Bloomberg, 4 juni 2011 t/m 4 juni 2021

Uiteindelijk zorgen hogere prijzen voor meer aanbod en minder vraag. We verwachten dat de druk op de inflatie zal afnemen zodra de wereld terugkeert naar een voorspelbaardere en evenwichtigere economie, maar dat heeft tijd nodig. Wat nu inflatoir is, zou voor toekomstige inflatie als tegenwind moeten werken naarmate het systeem in de komende kwartalen verder normaliseert.

Wind in de rug of tegenwind

De prijsschommelingen van grondstoffen kunnen de inflatie aantasten, maar tenzij de grondstoffenprijzen in de loop van de tijd blijven stijgen, zal de inflatoire wind in de rug volgend jaar omslaan naar tegenwind. Neem olie als voorbeeld: de stijging op jaarbasis bereikte een hoogtepunt een jaar nadat de olieprijs in april 2020 zijn laagste punt van rond de USD 20 bereikte; deze wind in de rug voor inflatie zal in de komende kwartalen voor tegenwind zorgen. Zoals de grafiek hieronder laat zien, geeft de verandering op jaarbasis van de olieprijs een goede indicatie van de richting die de inflatie uitgaat, waarbij de Amerikaanse CPI de verandering van de olieprijs over 12 maanden volgt (zwarte lijn). Als we vanaf dit punt een aantal scenario's bekijken, dan zou dat betekenen dat de Amerikaanse CPI op jaarbasis onder neerwaartse druk staat, en in het geval van onveranderde olieprijs zou de inflatie in april 2022 dan naar verwachting rond de 2% moeten liggen.

Onze basiscasus gaat uit van vlakke olieprijzen voor het komende jaar. We mogen niet vergeten dat de OPEC+-landen in de afgelopen jaren hebben afgesproken de hoeveelheid olie te beperken die elk land mag oppompen, waardoor de aanvoer altijd kan toenemen. In combinatie hiermee zorgt een productieverhoging van Amerikaans schaliegas voor meer aanvoer, wat naar onze mening de prijsdruk de komende tijd zou moeten temperen.

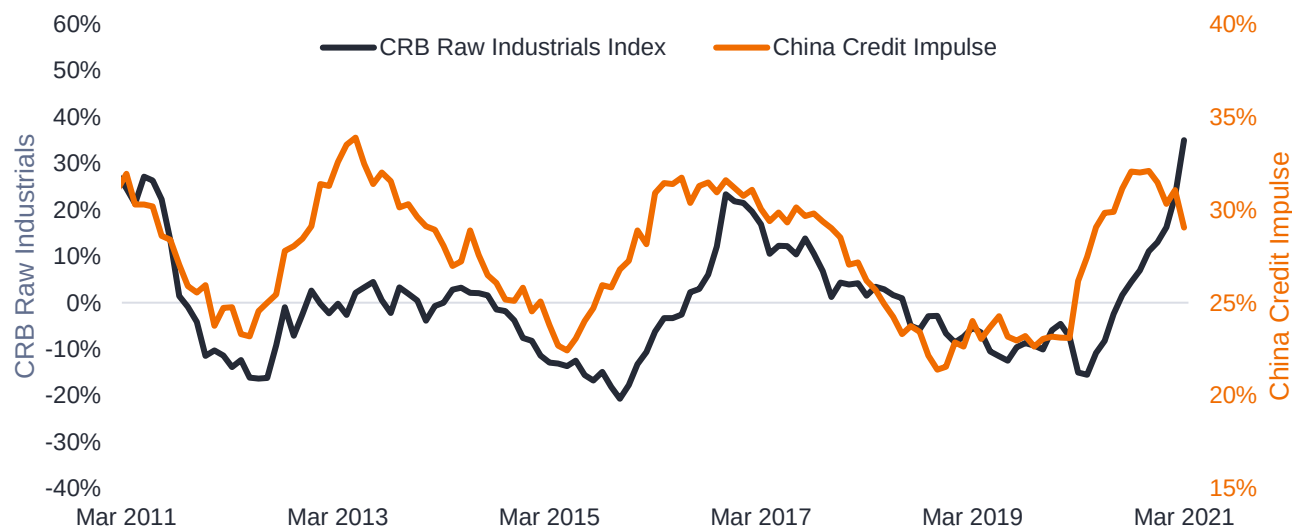
Figuur 2: Basiseffecten die zelfs met hoge olieprijsen zouden moeten afnemen



Bron: Janus Henderson Investors, Bloomberg, per 31 mei 2021. De stippellijnen zijn voorspellingen en mogen niet als accuraat beschouwd worden.

Een van de problemen bij deze prognose is dat grondstoffenrijzen op dit punt in de cyclus kunnen blijven stijgen. Als we denken aan de omstandigheden waaronder de inflatie zou kunnen inzetten, dan gebeurt dat hoogstwaarschijnlijk als de economie groeit. Het is moeilijk voor te stellen dat de inflatie stijgt wanneer de groei vertraagt. En als we bedenken wat de belangrijkste factoren voor wereldwijde groei zijn, dan staat China voorop. Interessant genoeg zien we daar krappere omstandigheden (die we afleiden uit de afname van de kredietgroei volgens de China Credit Impulse in figuur 3), waarvan de geschiedenis ons leert dat ze als tegenwind voor grondstoffenrijzen gaan werken en mogelijk een fundamentele rem zetten op de inflatoire druk. Eerdere inflatoire episodes in 2012 en 2016 vielen samen met een sterke kredietgroei in China. Dit contrasteert met de huidige situatie waarin de China Credit Impulse eind vorig jaar een piek bereikte. Ook zagen we dat China onlangs de kolenrijzen maximeerde om de aanhoudend hoge energiekosten te beperken.

Figuur 3: CRB Raw Industrials Index en China Credit Impulse, JoJ % wijziging



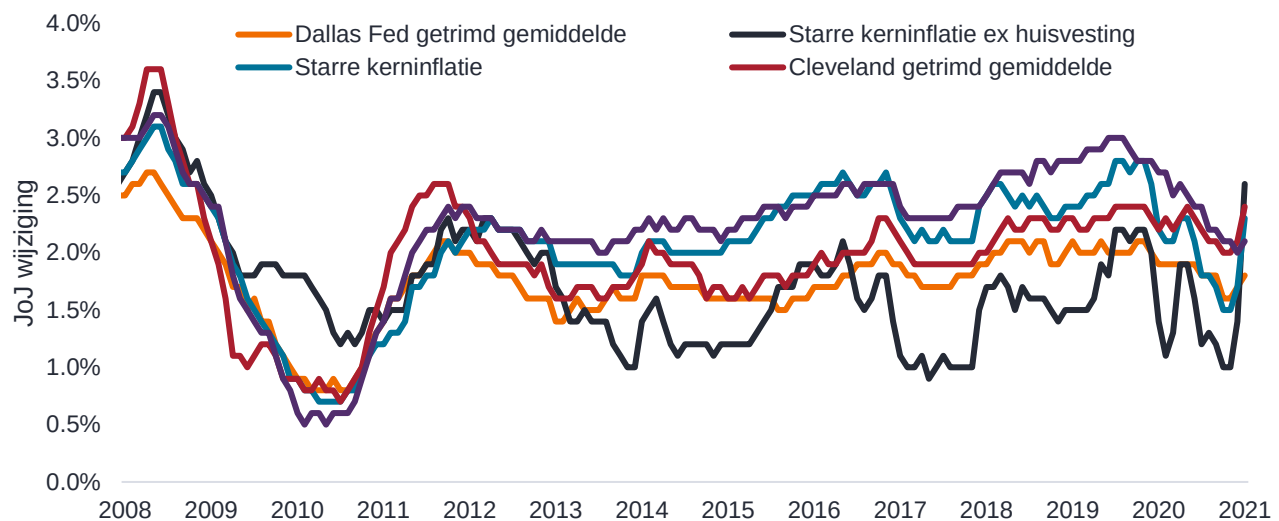
Bron: Janus Henderson Investors, Bloomberg, CRB = Commodities Research Bureau, 31 maart 2011 t/m 31 maart 2021

Inflatie: blijvend of tijdelijk?

Het is belangrijk om op zoek te gaan naar de onderliggende oorzaken van prijsstijgingen. Inflatie is immers een aanhoudende stijging van het algemene prijsniveau, en geen eenmalige schok. De huidige samenstelling van de inflatie-indexstijgingen werd gedomineerd door grote veranderingen in de prijzen van vliegtickets en tweedehands auto's (in de VS) en zijn symptomatisch voor relatieve prijsveranderingen (zoals verstoringen van de toevokerketens voor nieuwe auto's die de prijzen van tweedehands auto's opdrijven) maar niet voor inflatie. Een manier om hiernaar te kijken is door de breedte van de prijzen te onderzoeken, zoals getoond in figuur 4.

- Volatiele zaken buiten beschouwing laten kan nuttig zijn als je de kerninflatie wil bekijken - hierbij worden de kosten van voeding en energie uitgesloten - hoewel de pandemie ervoor heeft gezorgd dat sommige prijzen die normaliter als stabiel worden beschouwd, zoals de prijzen van tweedehands auto's en vliegtickets, veel volatieler zijn geworden.
- Als we naar de mediane cijfers of het getrimde gemiddelde kijken dan wordt de impact van grote uitschieters (zowel positief als negatief) buiten beschouwing gelaten, waardoor er een indicator ontstaat die meer in lijn ligt met de definitie van een aanhoudende stijging van het brede prijsniveau. Het getrimde gemiddelde is een gemiddelde waarbij de hoogste en laagste 8% van de verdeling buiten beschouwing worden gelaten.

Figuur 4: Alternatieve metingen van inflatoire druk



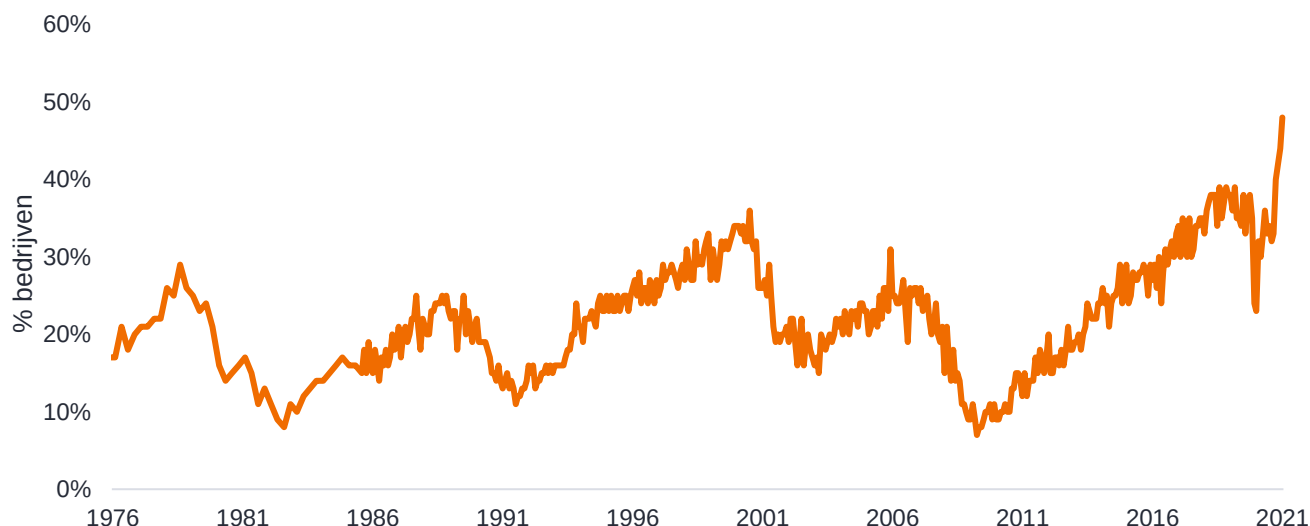
Bron: Bloomberg, 30 april 2008 t/m 30 april 2021

Als we door deze lens naar consumentenprijzen kijken, zien we dat ze stijgen maar dat ze nog steeds binnen de marge (1,5% tot 3,0% JoJ) van de afgelopen tien jaar liggen.

Looninflatie

Prijsinflatie kan nog langer aanhouden als de prijsstijgingen gepaard gaan met hogere lonen, anders werkt hogere inflatie als een belasting op consumptie. De volgende grafiek (figuur 5) laat zien dat bedrijven het steeds moeilijker vinden om voldoende arbeidskrachten te vinden, een situatie waarin hogere lonen nodig kunnen zijn om de juiste werknemers aan te trekken.

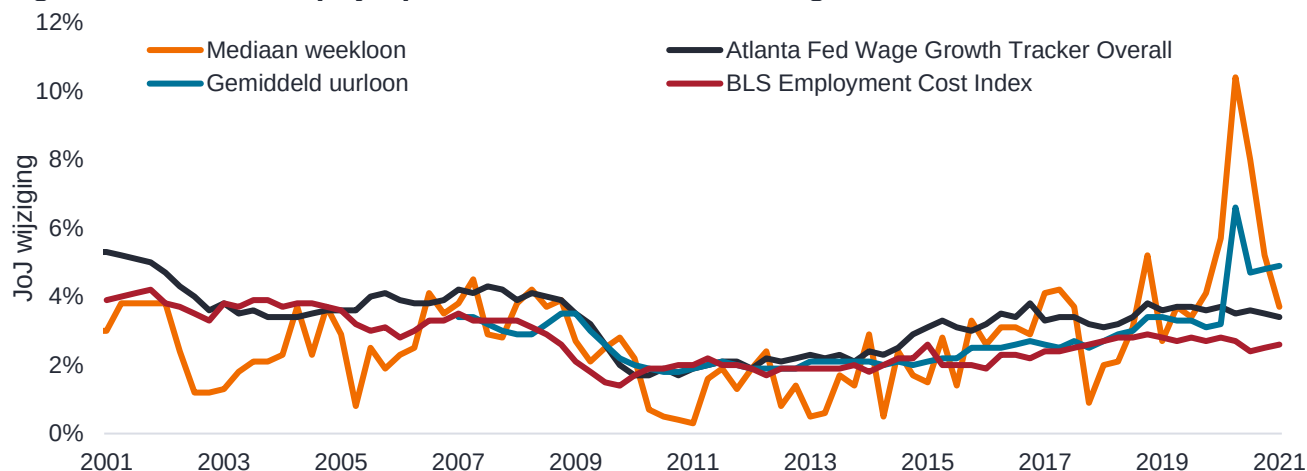
Figuur 5: Onderzoek Amerikaanse kleinbedrijven: % bedrijven met vacatures



Bron: Janus Henderson Investors, Refinitiv Datastream. National Federation of Independent Business (NFIB) Survey, percentage dat vacatures meldt (een of meer moeilijk te vervullen vacatures), december 1973 t/m mei 2021

Sommige metingen van de looninflatie zijn als gevolg van samenstellingseffecten echter ernstig verstoord door de pandemie, zoals het gemiddelde uurloon. Metingen van de mate waarin baanverlies aanzienlijk vaker zou voorkomen onder laagbetaalde werknemers dan onder hoger betaalde werknemers, geven geen indicatie voor een dergelijke stijging (zie figuur 6). Tot dusver lijkt het er ten minste niet op dat arbeid door de pandemie aan prijsstellingsvermogen heeft gewonnen.

Figuur 6: Geen loon-prijsspiraal zonder snellere loongroei



Bron: Bloomberg, US Bureau of Labor Statistics, Atlanta Federal Reserve, 31 maart 2001 t/m 31 maart 2021. Gemiddelde uurlonen en mediane lonen laten aanzienlijke verstoringen door samenstellingseffecten zien.

Het vakbondslidmaatschap blijft laag in vergelijking met de jaren zeventig, toen de loonstijging de prijsstijging volgde. Er zijn aanwijzingen dat sommige grote werkgevers meer betalen, vooral in de VS (bijv. Walmart), maar het is niet waarschijnlijk dat dit zo blijft en de hogere lonen zijn vooral bedoeld voor een relatief kleine groep werknemers. Daarnaast komt er een einde aan een aantal kortetermijnverstoringen van de arbeidsmarkt, zoals de compensatieregelingen in het VK en de met USD 300 per week verhoogde uitkering voor Amerikaanse werklozen. Ook denken we dat er weer meer mensen terugkeren in het arbeidsproces. We verwachten dat dit de noodzaak voor bedrijven om de lonen te verhogen uiteindelijk zal beperken en dat de loondruk in de komende kwartalen zal afnemen.

Een andere factor waarmee we rekening moeten houden zijn de omvangrijke spaartegoeden die er tijdens de pandemie werden opgebouwd. Het grootste deel daarvan werd bij elkaar gespaard door rijkere huishoudens en zijn belegd in financiële activa, zoals op de aandelenmarkt of in woningen. Hierdoor stijgt vooral de prijs van activa, met een minimaal effect op de looninflatie. Dit wordt gestaafd door onderzoek van de Bank of England waaruit blijkt dat gemiddeld alleen de rijkere huishoudens spaartegoeden hebben opgebouwd, terwijl de minder rijke juist op hun spaargeld moesten interen.¹

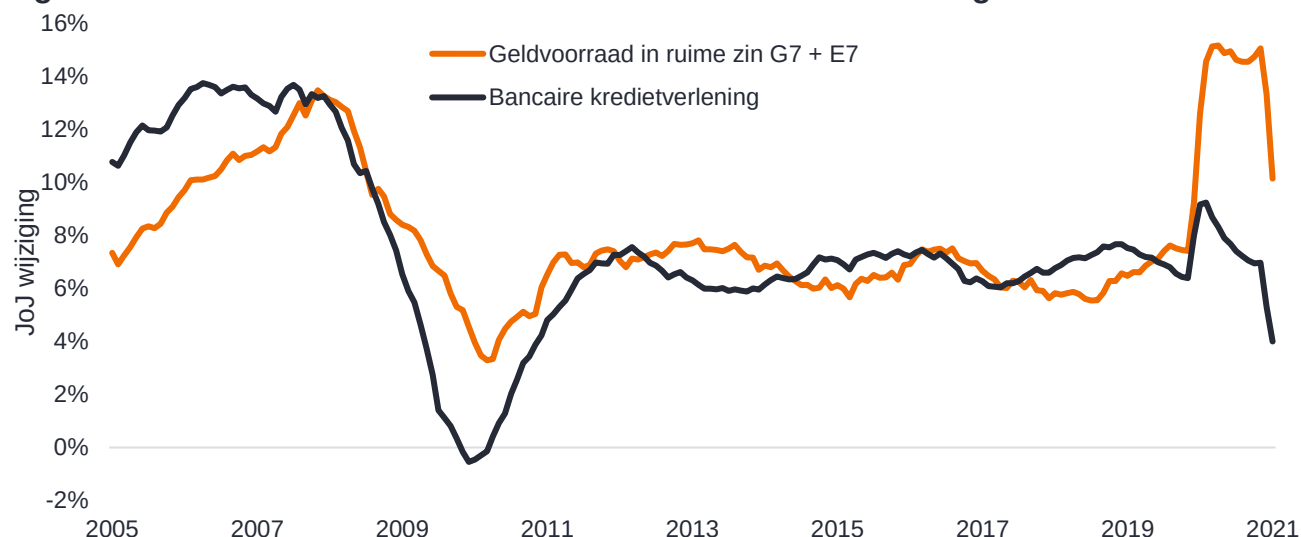
¹Bron: Bank of England, 'How has Covid affected household savings?', 25 november 2020.

De geldvoorraad en fiscale stimuleringsmaatregelen - is het dit keer anders?

Voor het eerst sinds de wereldwijde financiële crisis zijn zowel het monetair beleid als het fiscaal beleid expansief en lopen ze parallel, wat in prijsdruk zou kunnen uitmonden als de aanbodkant de vraag niet kan bijbenen. Daarbij moeten we wel rekening houden met de schuld die er tijdens de pandemie werd opgebouwd om de huidige consumptie te steunen, en die als een rem op de toekomstige groei kan werken. Bovendien reageren de markten op de mate van verandering. De stuwkracht van het fiscaal beleid kan in tegenwind veranderen tenzij regeringen meer dan vorig jaar blijven uitgeven, wat onwaarschijnlijk is. De omvang van de stimuleringsmaatregelen is ongekend. Compensatieregelingen en tegemoetkomingen leidden tot een hoger besteedbaar inkomen, wat afwijkt van eerdere recessies. In combinatie met de recordomvang van de monetaire versoepeling door de centrale banken zorgde dit bij sommige mensen voor een ongemakkelijk gevoel over de inflatievooruitzichten.

De stelling van econoom Milton Friedman, dat inflatie altijd en overal een monetair verschijnsel is, duidt op de risico's van geldontwaarding en hyperinflatie. Maar die stelling geeft een te eenvoudige voorstelling van zaken. De toename van de geldvoorraad was vooral bedoeld voor overheden die daarmee de noodsteun financierden, terwijl de vraag van de private sector naar krediet zich in tegengestelde richting bewoog, waarbij sommige mensen hun noodsteun gebruikten om schulden te verlagen of om minder te hoeven lenen (figuur 7).

Figuur 7: Kan inflatie aanhouden zonder veel kredietverstrekking?



Bron: Janus Henderson Investors, Refinitiv Datastream, G7 = VS, Frankrijk, Duitsland, Italië, VK, Japan en Canada. E7 = China, India, Brazilië, Mexico, Rusland, Korea en Taiwan. 30 april 2005 t/m 30 april 2021.

De groei van de geldvoorraad in ruime zin daalt sterkt, en kredietverstrekking door banken (vraag naar krediet) is teruggezaakt tot niveaus die we voor het laatst in 2011 meemaakten. Dit wordt ondersteund door recente cijfers die aantonen dat de overmatige liquiditeit van Amerikaanse banken aan het werk wordt gezet op de effectenmarkten en niet wordt uitgeleend aan de reële economie. Het is dan ook geen verrassing dat de omloopsnelheid van de M2 geldvoorraad in het eerste kwartaal van 2020 aanzienlijk daalde en zich sinds maart

2020 nog niet hersteld heeft maar blijft hangen op een niveau dat we voor het laatst in de jaren veertig van de vorige eeuw zagen.²

²Bron: FRED Federal Reserve Board of St Louis, Haver Analytics, 27 mei 2021

Hoewel we ons bewust zijn van de lange en variabele vertragingen in het monetair beleid die ervoor kunnen zorgen dat de inflatoire druk wordt uitgesteld in plaats van tenietgedaan, komt dit in deze kernindicatoren nog niet naar voren.

Heeft de pandemie tot een koerswijziging geleid?

RISICO: Zullen politici de steun van hun electoraat willen winnen door overbesteding en zou de verwachte tijdelijke fiscale stimulering permanent kunnen worden?

Naast de kortetermijndynamiek moeten we ook bedenken of de wereldwijde krachten die neerwaartse druk uitoefenden op de kerninflatie veranderd kunnen zijn. Dit zijn veelal langetermijnkrachten die niet snel bewegen, maar de pandemie heeft deze desinflatore langetermijnfactoren op veel manieren versterkt in plaats van ze af te zwakken.

- **Schuldenlast** – sinds de start van de coronacrisis is de schuldenlast aanzienlijk toegenomen en maakten staatsschulden in 2020 105% van het wereldwijd bbp uit, tegen 88% in 2019.³ De grote fiscale stimuleringspakketten bestonden tot nu toe vooral uit leningen om de huidige consumptie te steunen, in plaats van uit investeringen om de productiviteit op lange termijn te stimuleren. Bij gelijkblijvende omstandigheden zal dit ertoe leiden dat toekomstige aflossingen en rentebetalingen op de toekomstige consumptie drukken.
- **Globalisering en technologie** – technologische toepassingen kregen een enorme zet door de pandemie. Denk bijvoorbeeld aan de stijging van het aantal online retailverkoop. Het toegenomen gebruik van technologie en automatisering beperkt de onderhandelingsruimte van werknemers. Globalisering is een langzaam proces dat vele jaren in beslag zal nemen. De meeste bedrijven kunnen immers niet snel een fabriek verplaatsen. Tegelijkertijd zorgen solide wereldwijde transportnetwerken ervoor dat het voor producenten relatief eenvoudig is om over te stappen op goedkopere producten/productielocaties. Handelsvolumes zijn nu ongekend hoog⁴, dus veranderingen op macroniveau zullen naar onze mening waarschijnlijk geleidelijk plaatsvinden tenzij het politieke beleid verschuift naar meer protectionisme.
- **Demografie** – in veel landen bereikten de vruchtbaarheidscijfers in 2020 opnieuw een dieptepunt. Demografische gegevens spelen een belangrijke rol op de langere termijn en de aanhoudend dalende geboortecijfers zullen naar onze mening mettertijd zorgen voor aanhoudend desinflatore effecten. Hoewel er vaak gezegd wordt dat de huidige generatie gepensioneerd inflatoir is omdat ze meer consumeren dan produceren, toont hetzelfde onderzoek ook aan dat jongeren de grootste inflatoire groep zijn.⁵ Een dalend geboortecijfer betekent minder jonge mensen en minder vraag naar goederen en diensten in de toekomst. Een maatschappij die zich voorbereidt op vergrijzing betekent uiteindelijk minder investeringen (de tegengestelde dynamiek van wat we in de jaren zeventig met de babyboomers zagen). Daarnaast mogen we niet vergeten dat de pensioenleeftijd omhooggaat omdat regeringen inzien dat de huidige structuur van de pensioenvoorzieningen onbetaalbaar is. Ook dit wijst op meer besparingen en minder investeringen in de toekomst.

³Bron: Institute of International Finance, 17 februari 2021

⁴Bron: UNCTAD, Global Trade Update, 19 mei 2021

⁵Bron: Demographic structure and macroeconomic trends, Yunus Aksoy, Henrique S. Basso, Tobias Grasl en Ron P. Smith, januari 2015

WAT KAN ER VERANDEREN?

Samenvattend lijkt het erop dat de hierboven besproken cijfers en indicatoren suggereren dat hoewel de inflatiestijging aanzienlijk zal zijn, deze cyclisch van aard is en naar verwachting in de komende kwartalen zal pieken. Er zijn echter aanzienlijke risico's die we in de gaten moeten houden, en die tot een koerswijziging kunnen leiden:

- ▶ Verstoringen van de toeleveringsketens zijn naar verwachting van voorbijgaande aard, maar de ervaring met de pandemie kan leiden tot een grotere verschuiving door verplaatsing van de toeleveringsketens naar de eigen regio en protectionisme. Ook moeten we alert zijn op de lonen, nu veel bedrijven moeite hebben om werknemers te vinden. Het risico bestaat dat er zich een aantal blijvende veranderingen op de arbeidsmarkt hebben voorgedaan waardoor het aanbod van arbeid is afgenomen. Dit kan de loondruk laten toenemen waardoor de arbeidskosten, en daarmee de prijzen, stijgen.

BELANGRIJKE INFORMATIE

De beschreven visies zijn die op het moment van publicatie. Ze zijn alleen bedoeld ter informatie en mogen niet worden gebruikt of opgevat als beleggings-, juridisch of fiscaal advies of als een aanbod of verzoek om een effect te verkopen of te kopen, of als een aanbeveling om een effect te kopen, te verkopen of te houden of om een beleggingsstrategie of marktsector te volgen. Niets in dit materiaal geldt als een directe of indirecte verlening van diensten voor beleggingsbeheer specifiek gericht op de wensen van klanten. Mening en voorbeelden zijn bedoeld ter illustratie van algemene thema's, zijn geen indicatie van handelsintenties, zijn onderhevig aan verandering en ze weerspiegelen niet altijd de meningen van anderen binnen de organisatie. Het materiaal is niet bedoeld om te stellen of impliceren dat een van de genoemde voorbeelden op dit moment is opgenomen in een portefeuille of dat ze dat ooit zijn geweest. Prognoses vormen geen garantie voor toekomstige resultaten en we garanderen niet dat de informatie volledig of tijdig is, en bieden geen garantie voor het resultaat op basis van het gebruik hiervan. Janus Henderson Investors is de bron van de gegevens tenzij anders aangegeven, en heeft redelijke gronden om te vertrouwen op informatie en gegevens die van externe partijen afkomstig zijn. **Prestaties uit het verleden vormen geen garantie voor toekomstige resultaten. Beleggen gaat gepaard met risico, waaronder het mogelijke verlies van vermogen en waardeschommelingen.**

Niet alle producten of diensten zijn beschikbaar in alle jurisdicties. Dit materiaal of de informatie erin kan wettelijk worden beperkt en mag niet worden gereproduceerd of als referentie worden gebruikt zonder uitdrukkelijke schriftelijke toestemming, noch gebruikt in rechtsgebieden of omstandigheden waarin dat onwettig is. Janus Henderson is niet verantwoordelijk voor een eventuele onrechtmatige, volledige of gedeeltelijke, distributie van dit materiaal aan derde partijen. De inhoud is niet goedgekeurd en werd niet bekrachtigd door een toezichthouder.

Beleggingsproducten en -diensten worden onder de naam Janus Henderson Investors geleverd door de rechtspersonen in de volgende rechtsgebieden: (a) in **Europa** door Janus Capital International Limited (reg.nr. 3594615), Henderson Global Investors Limited (reg.nr. 906355), Henderson Investment Funds Limited (reg.nr. 2678531), Henderson Equity Partners Limited (reg.nr.2606646), (elk geregistreerd in Engeland en Wales met hoofdzetel te 201 Bishopsgate, London EC2M 3AE en gereguleerd door de Financial Conduct Authority) en Henderson Management S.A. (reg.nr. B22848 te 2 Rue de Bitbourg, L-1273, Luxembourg en gereguleerd door de Commission de Surveillance du Secteur Financier); (b) in de **Verenigde Staten** door bij de SEC geregistreerde beleggingsadviseurs die dochterondernemingen zijn van de Janus Henderson Group plc; (c) in **Canada** worden uitsluitend aan institutionele beleggers in bepaalde jurisdicties producten en diensten aangeboden via Janus Capital Management LLC; (d) in **Singapore** door Janus Henderson Investors (Singapore) Limited (registratienummer 199700782N); (e) in **Hongkong** door Janus Henderson Investors Hong Kong Limited. (f) in **Taiwan R.O.C** door Janus Henderson Investors Taiwan Limited (zelfstandig geleid), Suite 45 A-1, Taipei 101 Tower, No. 7, Sec. 5, Xin Yi Road, Taipei (110). Tel.: (02) 8101-1001. Goedgekeurd SICE-vergunningsnummer 023, verstrekt in 2018 door de Financial Supervisory Commission; (g) Zuid-Korea door Janus Henderson Investors (Singapore) Limited enkel voor gekwalificeerde professionele beleggers (zoals gedefinieerd in de Financial Investment Services and Capital Market Act en de onderliggende verordeningen daarvan). (h) in **Japan** door Janus Henderson Investors (Japan) Limited, gereguleerd door de Financial Services Agency en geregistreerd als maatschappij voor financiële instrumenten die aan beleggingsbeheer doet, als beleggingsadviseur en -agentschap en als onderneming voor financiële instrumenten type II; (i) in **Australië en Nieuw-Zeeland** door Janus Henderson Investors (Australia) Institutional Funds Management Limited (ABN 16 165 119 531, AFSL 444266). (j) in het **Midden-Oosten** door Janus Capital International Limited, gereguleerd door de Dubai Financial Services Authority als vertegenwoordiger. In het Midden-Oosten worden geen transacties afgesloten en bij vragen kunt u zich wenden tot Janus Henderson. Wij behouden ons het recht voor telefoongesprekken op te nemen voor onze wederzijdse bescherming, om onze klantenservice te verbeteren en voor regelgevingsdoeleinden voor registratie.

Buiten de VS.: Uitsluitend voor gebruik door institutionele, professionele, gekwalificeerde en gesofistikeerde beleggers, gekwalificeerde distributeurs, zakelijke beleggers en zakelijke klanten, zoals gedefinieerd voor de desbetreffende jurisdictie. Niet voor openbare publicatie of distributie.

Janus Henderson, Janus, Henderson, Perkins, Intech, Knowledge Shared en Knowledge Labs zijn handelsmerken van Janus Henderson Group plc of een van zijn dochterondernemingen. © Janus Henderson Group plc.