



Counterpoint Weekly 28 juni – 4 juli 2021

Het inflatievraagstuk (vervolg)

Daniele Antonucci
Chief Economist & Macro
Strategist

Tom Kremer
SENIOR FUND MANAGER

Bill Street
Group Chief Investment
Officer

Nu de markten bezig zijn het Fed-beleid te duiden, is de belangrijkste vraag of de centrale bank de cyclus verder wil stimuleren of wil afremmen. Uiteindelijk wordt dit bepaald door de manier waarop beleidsmakers reageren op de inflatiedruk. Wij gaan eerder uit van aanhoudende stimulering.

Wat u moet weten

- Naar onze mening hebben de markten een te strijdlustige interpretatie van de reactiefunctie van de Fed. Volgens ons heeft de centrale bank gelijk met haar standpunt dat de huidige inflatiepiek geleidelijk zal afnemen, aangezien deze voornamelijk wordt veroorzaakt door knelpunten aan de aanbodkant en door de toegenomen vraag ten gevolge van de heropening. Tot 2023 zijn er drie volledige renteverhogingen ingeprijsd, maar we sluiten niet uit dat het beleid uiteindelijk minder verkrappend zal uitpakken.
- Dit zou in de loop der tijd nog steeds tot vlakkeren rentecurves moeten leiden, maar minder dan wat nu is ingeprijsd door de markt. Naarmate de macro-economische vooruitzichten verbeteren en de centrale bank begint met de afbouw van haar obligatie-opkoopprogramma, verwachten we dat de 10-jaarsrente in de VS binnen 12-18 maanden tot ongeveer 2% zal stijgen. Er is ruimte voor bijstellingen, maar het beleidskader van de Fed zou een anker moeten vormen.
- In plaats van de cyclus af te remmen, zal de Fed waarschijnlijk doorgaan met ondersteuning en een licht hogere inflatie voor lief nemen. Dit ondersteunt onze hogere risicobereidheid, waarbij we de voorkeur geven aandelen boven obligaties (Amerikaanse aandelen en Britse small caps) en kredietrisico (EM-schatkistpapier in harde valuta's en Aziatische high yield) boven laagrentende investment grade obligaties.

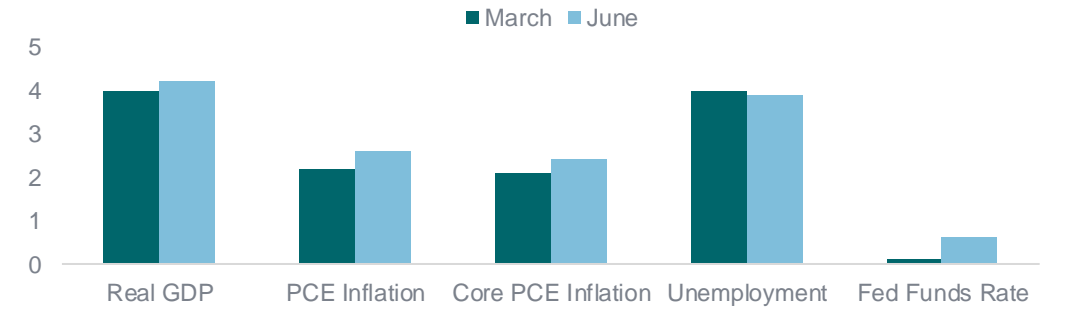
De Fed heeft haar inflatieverwachting duidelijk opwaarts bijgesteld door uit te gaan van een meer uitgesproken overschrijding van haar doelstelling van 2%. We beschouwen deze opwaartse bijstelling als een inhaalmanoeuvre, in een economie die onder hoge druk staat. Deze nieuwe vooruitzichten zijn consistent met een stijgende beleidsrente in 2023, waar we al enige tijd rekening mee hielden. In de periode 2021-23 zal de groei zal naar verwachting gemiddeld meer dan 4% per jaar bedragen; de kern-PCE-inflatie, het voorkeursrichtsnoer van de centrale bank, zal gemiddeld 2,4% bedragen, boven de inflatiedoelstelling (figuur 1). Niettemin is de mediane verwachting voor 2023 slechts twee renteverhogingen van 25 bps. Dit is een minder uitgesproken reactie op de inflatiedruk dan ten tijde van het voorgaande beleidskader van de Fed. Wij zijn van mening dat de markten door het volledig inprijzen van drie renteverhogingen voor eind 2023 wellicht op de feiten vooruitlopen.

Wij verwachten ook dat de rentecurve in de loop der tijd zal afmaken, naarmate de renteverhogingen naderen, maar onze macrovooruitzichten en onze interpretatie van de reactiefunctie van de Fed wijzen op een steilere rentecurve dan de markt momenteel inprijsd – en gedurende langere tijd. Er is een grens aan hoe strijdlustig de Fed zich kan opstellen – tenzij de inflatie structureel te hoog blijft. Als dat niet gebeurt, zou een eerder dan verwachte inflatiestijging de geloofwaardigheid van het nieuwe beleidskader van de Fed, waarin gedurende enige tijd een hogere inflatie wordt getolereerd ter compensatie van missers in het verleden, mogelijk tot een risicomijdend sentiment leiden. De discussie over de afbouw van het obligatie-opkoopprogramma van de centrale bank zou aanleiding kunnen geven tot hogere marktvolatiliteit. We verwachten binnen enkele maanden een aankondiging dat dit na enige tijd, waarschijnlijk ongeveer een jaar, zal beginnen. Pas op dat moment, na een pauze om de situatie te peilen, lijken renteverhogingen waarschijnlijk.

De afgelopen maanden is er in enkele inflatiecategorïën sprake van ongebruikelijk hoge stijgingen; hierdoor werd het algemene inflatiecijfer op disproportionele wijze beïnvloed.

Figuur 1: Samenvatting van de economische projecties van de Fed (%)

De Fed verwacht een fors aantrekkende groei en een inflatie boven de inflatiedoelstelling, maar slechts een marginaal hogere beleidsrente.



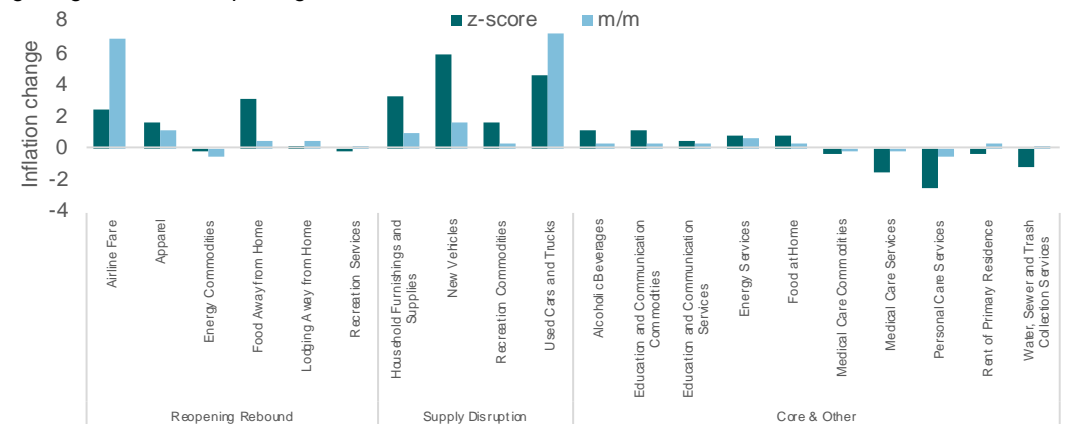
Bron: Quintet, Federal Reserve (gemiddelde 2021–23; federal funds renteniveau in 2023)

Wat veroorzaakt de inflatiepiek?

De afgelopen maanden is er bij enkele inflatiecategorïën sprake van ongebruikelijk hoge stijgingen; hierdoor werd het algemene inflatiecijfer op disproportionele wijze beïnvloed. In mei nam de verkoop van tweedehands auto's een derde van de stijging van het algemene prijsniveau voor zijn rekening. Een piek in de vraag naar nieuwe auto's in combinatie met aanbodknelpunten heeft ertoe geleid dat consumenten zich massaal op tweedehands auto's hebben gestort. In de reissector en de horeca is er sprake van een vergelijkbare dynamiek. Eenvoudige vergelijkingen met de situatie van een jaar geleden, toen de prijzen daalden, zorgen ook voor een hoog inflatiepercentage. Deze effecten zouden de komende maanden geleidelijk moeten wegebben naarmate de tekorten afnemen, de vraag normaliseert en de lage prijzen van vorig jaar niet meer in de berekeningen worden meegenomen. Hoewel er enige opwaartse druk is op het algemeen prijsniveau, zijn er maar weinig aanwijzingen dat dit structureel doorwerkt in de kerninflatie (figuur 2).

Figuur 2: Afwijking van het langetermijngemiddelde (z-score) en de m/m verandering van de CPI inflatie per categorie (% mei 2021)

De inflatiepiek wordt hoofdzakelijk veroorzaakt door tijdelijke tekorten en een piekende vraag ten gevolge van de heropening van de economieën



Bron: Quintet, BLS

Doordat de activiteiten van de dienstensector de afgelopen 12 maanden door mobiliteitsbeperkingen op een laag pitje stonden, heeft de maaksector kunnen profiteren van het

Het risico op een meer langdurige inflatiespiraal zou kunnen toenemen wanneer in alle sectoren en voor alle vaardigheidsniveaus de loondruk toeneemt. De algemene loongroei in de VS is gedurende de crisis echter min of meer stabiel gebleven.

feit dat consumenten hun uitgaven zijn gaan richten op goederen. Hierdoor is de prijs van een aantal grondstoffen fors gestegen; van koper voor elektronica tot timmerhout voor verbouwingen (figuur 3). In lijn met onze verwachtingen beginnen deze prijsstijgingen nu om te slaan. Zo hebben houtfabrieken inmiddels voor aanvullende productiecapaciteit gezorgd, terwijl de koperprijzen van rond de USD 10.000/ton in China tot een aantal regelgevende maatregelen en beleidsingrepen hebben geleid om speculatie tegen te gaan. Het kortetermijns scenario voor hogere olieprijsen zou anders kunnen zijn, omdat de toenemende binnenlandse en internationale mobiliteit gedurende de zomermaanden voor extra ondersteuning zal zorgen (figuur 4).

Figuur 3: Koper tov timmerhout

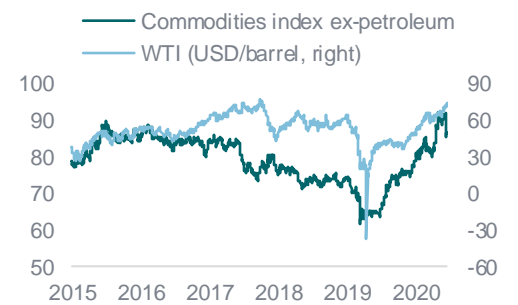
De prijzen van sommige grondstoffen die tijdens de pandemie fors duurder zijn geworden zijn aan het omslaan, doordat de vraag afneemt en het aanbod zich aanpast



Bron: Quintet, Bloomberg

Figuur 4: Grondstoffen (ex-olie) tov ruwe olie

Olie blijft herstellen doordat de mobiliteit toeneemt, terwijl grondstofprijzen over de hele lijn beginnen af te zwakken



Bron: Quintet, Bloomberg

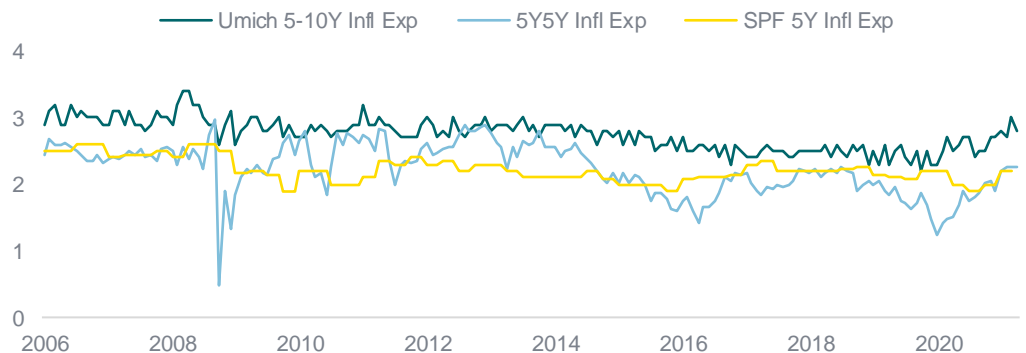
Waardoor zou er een meer hardnekkige inflatiespiraal kunnen ontstaan?

Wat het inflatedebat betreft, is ons standpunt vooral nog dat we ons in een overgangsfase bevinden. Een ontwikkeling waardoor we ons standpunt zouden kunnen herzien is als de inflatieverwachtingen de pan uit zouden rijzen, waardoor er een algemenere prijs- en loonspiraal ontstaat (figuur 5). Vooral nog zijn hiervoor nauwelijks aanwijzingen. Hoewel volgens de enquêtes de inflatie voor huishoudens is gestegen, blijft deze ruim binnen de historische bandbreedte. Op marktcijfers gebaseerde maatstaven hebben ongeveer het gemiddelde niveau van het afgelopen decennium bereikt (de pandemie niet meegeteld). De prognoses lijken ook relatief stabiel; ze zijn hoger voor de korte termijn en lager op de langere termijn. Dit wijst erop dat de recente inflatiecijfers eerder worden veroorzaakt door eenmalige prijsaanpassingen jaar op jaar (na de prijsdalingen van een jaar eerder), in plaats van door een aanhoudende, zichzelf versterkende opwaartse trend.

Door de pandemie ontstond er een uitzonderlijke situatie waarin bedrijven van de ene op de andere dag van overheidswege werden gesloten. De aanvankelijke ineenstorting van de ordervolumes is duidelijk zichtbaar in de ISM-orders/voorraden-ratio, maar dat geldt ook voor het herstel.

Figuur 5: Inflatieverwachtingen

De inflatieverwachtingen hebben zich na de recente dieptepunten hersteld, maar we denken niet dat ze in historisch opzicht losgeslagen zijn



Bron: Quintet, FRB Philadelphia, FRB St. Louis, University of Michigan

Uiteraard zou het risico op een meer een langdurige inflatiespiraal kunnen toenemen wanneer in alle sectoren en voor alle vaardigheidsniveaus de loondruk toeneemt. De algemene loongroei in de VS is gedurende de crisis echter min of meer stabiel gebleven (figuur 6). Dat deze niet is gedaald zoals in de voorgaande recessie, is opmerkelijk (en houdt verband met het ondersteunend beleid). Maar er is ook geen sprake van een piek. Lonen stijgen wanneer er een tekort is aan werknemers. Dan stijgt met name het uurloon voor laaggeschoolde arbeid in de vrijetijds- en gastvrijheidssector, maar dit zou de komende maanden ook moeten wegebben naarmate de aanvullende werkloosheidsuitkeringen aflopen (in september) en de drempels om aan het werk te gaan verdwijnen (door het toenemend aantal vaccinaties en een algemene heropening van scholen). Over de hele lijn zijn er weinig aanwijzingen voor een forse algemeen stijgende loondruk (figuur 7). Door de lage organisatiegraad van werknemers neemt het risico verder af.

Figuur 6: Loongroei VS (%j)

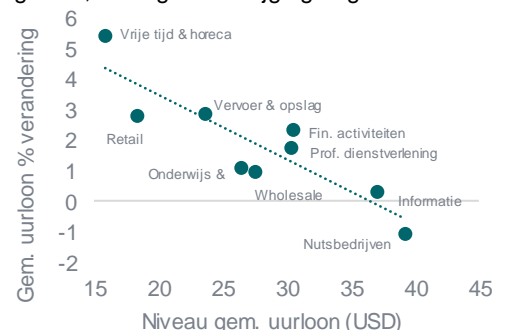
De algemene loongroei was gedurende de pandemie opmerkelijk stabiel, maar waar werkzoekenden schaars zijn, is er sprake van enige opwaartse druk



Bron: Quintet, FRB Atlanta

Figuur 7: Gemiddelde uurloon VS

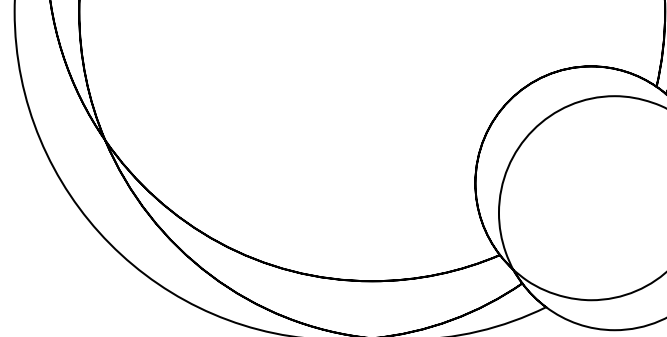
Arbeids tekorten en een sterk stijgende vraag hebben in sommige sectoren, die in het bijzonder van de pandemie te lijden hebben gehad, tot hoge loonstijgingen geleid.



Bron: Quintet, BLS

Hoe keert de inflatie weer terug naar normaal?

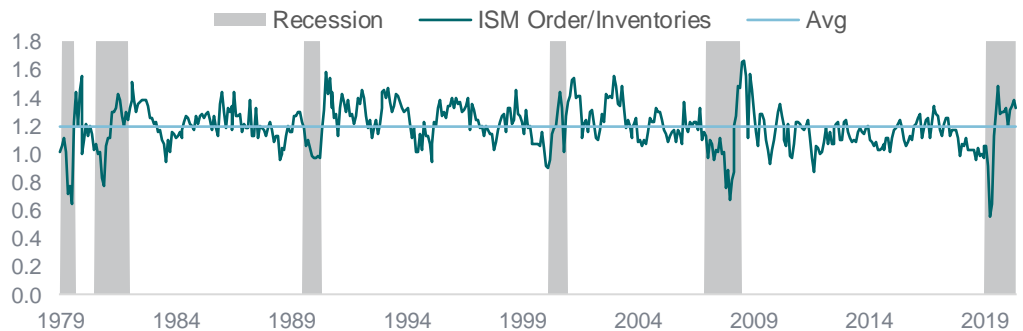
Door de pandemie ontstond er een uitzonderlijke situatie waarin bedrijven van de ene op de andere dag van overheidswege werden gesloten. De aanvankelijke ineenstorting van de ordervolumes is duidelijk zichtbaar in de ISM-orders/voorraden-ratio, maar dat geldt ook voor het herstel (figuur 8). Momenteel is het niveau erg hoog, terwijl de voorraden erg laag zijn. Dit gebeurt vaak in de vroege fase van de cyclus, maar het gebeurde dit keer veel sneller. Aangezien landen niet gelijktijdig weer op gang komen en er sprake kan zijn van tegenvallers, zou de normalisering van de voorraden



langer op zich kunnen laten wachten. Maar zodra het aanbod zich aanpast aan de vraag en de voorraden uiteindelijk weer zijn aangevuld, zouden bedrijven hun capaciteit kunnen gaan vergroten wanneer de vraag hoog blijft, zodat ze uiteindelijk bijdragen aan het verlagen van de huidige inflatoire druk.

Figuur 8: ISM-orders/voorraden-ratio

Wanneer de voorraden weer zijn aangevuld, zouden de knelpunten moeten afnemen

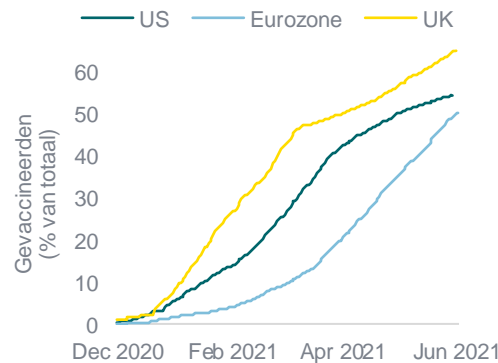


Bron: Quintet, Institute for Supply Management

Een terugkeer naar normaal – wat de inflatie betreft en in ruimere zin – vereist vooruitgang op een aantal gebieden. De meest voor de hand liggende zijn de vaccinatieprogramma's, niet alleen per land maar ook wereldwijd, aangezien er besmettelijkere varianten zijn die een bedreiging vormen voor het herstel, zoals onlangs duidelijk is gebleken (figuur 9). Bovendien gaat de volledige normalisering gepaard met de afbouw van de omvangrijke overheidssteun. Hoewel dit op het hoogtepunt van de pandemie noodzakelijk was, is het mogelijk dat hierdoor de prikkel om werk te zoeken wordt verlaagd. Dit betekent dat door het verlagen en uiteindelijk afschaffen van de "nooduitkeringen" in verband met de pandemie naarmate economieën weer open gaan, zowel het arbeidstekort kan worden opgelost en waarschijnlijk ook de normalisering van de vraag wordt gefaciliteerd, wanneer de spaaroverschotten (in ieder geval gedeeltelijk) worden uitgegeven (figuur 10).

Figuur 9: Percentage van de bevolking dat gevaccineerd is

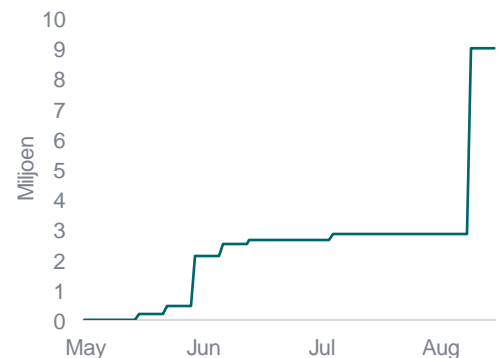
Vaccinatieprogramma's blijven vooruitgang boeken in de VS, de eurozone en het VK



Bron: Quintet, Our World in Data

Figuur 10: Amerikaanse werknemers verliezen aanvullende werkloosheidsuitkeringen

Door de aflopende aanvullende werkloosheidsuitkeringen in de loop van de zomer, zou het aantal werkzoekenden moeten toenemen



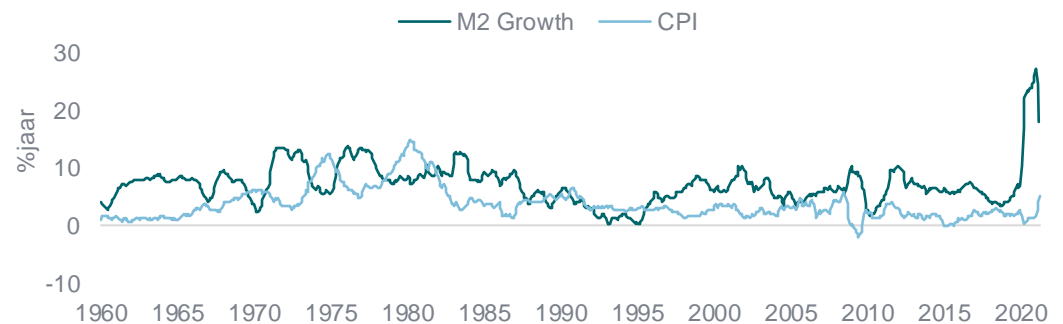
Bron: Quintet, Department of Labor

Een centrale bank die de inflatiedruk op zijn beloop laat, zou een risico kunnen vormen. Dit is een mogelijkheid, omdat door de combinatie van monetair en fiscaal stimuleringsbeleid (van het gedurende langere tijd "bijdrukken van geld" tot het "monetariseren" van overheidsschuld) de geldgroei, in ieder geval in theorie, op een hoog peil zou kunnen blijven.

Een centrale bank die de inflatiedruk op zijn beloop laat, zou een risico kunnen vormen. Dit is een mogelijkheid, omdat door de combinatie van monetair en fiscaal stimuleringsbeleid (van het gedurende langere tijd "bijdrukken van geld" tot het "monetariseren" van overheidsschuld) de geldgroei, in ieder geval in theorie, op een hoog peil zou kunnen blijven. Dit zou volgens de theorie een inflatiespiraal kunnen veroorzaken, die alleen maar onder controle kan worden gekregen door middel van sterk verkrappend beleid in een latere fase. Het lijkt echter dat het verband tussen geldgroei en inflatie niet zo rechtlijnig is. Het eventuele verband, waarvan tijdens de kredietcrisis van iets meer dan 10 jaar geleden mogelijk sprake was, lijkt nu zelfs verder verzwakt. Bovendien is de geldgroei nu aan het vertragen (van een hoog niveau) en doordat volgens onze verwachting de Fed haar obligatie-opkoopprogramma gaat afbouwen, zou deze nog verder moeten afnemen, waardoor het inflatierisico wordt ingeperkt (figuur 11).

Figuur 11: Geldgroei (M2) tov inflatie (headline CPI)

Hoewel er geen sprake is van een sterk verband tussen geldgroei en inflatie, zou de geldgroei moeten vertragen wanneer de Fed uiteindelijk haar obligatie-opkoopprogramma gaat afbouwen, waardoor de inflatiezorgen zullen afnemen

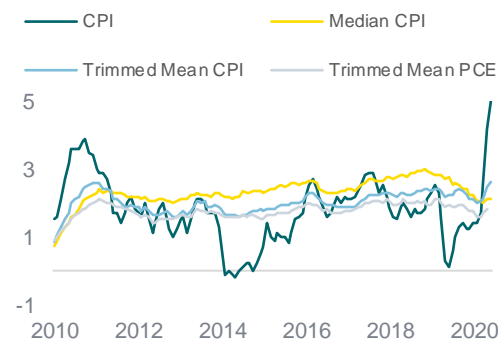


Bron: Quintet, Federal Reserve, BLS

Volgens ons werkt de reactiefunctie van de Fed zodanig dat de centrale bank een te hoge inflatie blijft tolereren, zolang ze deze als grotendeels tijdelijk beschouwt. Om de inflatoire druk in te schatten, kijkt de Fed naar de 'trimmed' inflatie, waarbij prijsveranderingen worden gerangschikt en de grootste uitschieters naar beide kanten worden uitgesloten, om een evenwichtig beeld van de inflatiedynamiek te krijgen (figuur 12). De Fed gaat niet uit van de consumentenprijsindex (CPI), maar van het ruimere concept van particuliere consumptieve bestedingen (*personal consumption expenditure*, PCE), waarbij volatiele componenten als energie en voedsel worden uitgesloten. De cijfers die worden gebruikt voor het meten van de PCE-inflatie stijgen relatief matig. Belangrijk is dat de Fed een dubbelmandaat heeft: prijsstabiliteit en volledige werkgelegenheid. De arbeidsmarkt trekt aan, maar heeft met 7,5 miljoen minder banen ten opzichte van februari 2020 (figuur 13) nog een lange weg te gaan.

Naarmate de Fed met de afbouw van haar obligatie-opkoopprogramma begint, verwachten we dat de 10-jaarsrente in de VS binnen 12-18 maanden tot ongeveer 2% zal stijgen.

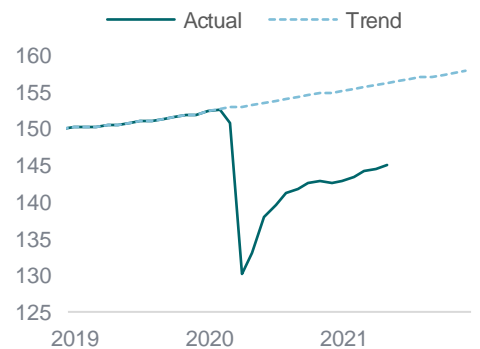
Figuur 12: Alternatieve inflatiemaatstaven
 Nu de algemene inflatie piekt, zijn inflatiecijfers die uitschieters uitsluiten veel stabiel



Bron: Quintet, FRB Cleveland & Atlanta, BLS

Figuur 13: Werkgelegenheid VS ex. landbouwsector (in miljoenen)

De werkgelegenheid stijgt, maar er is nog steeds een kloof ten opzichte van de trend van vóór de epidemie



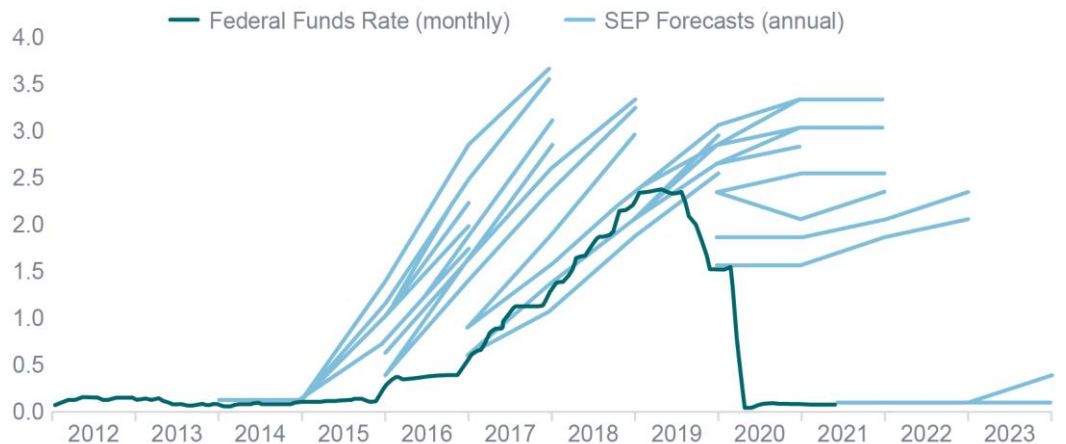
Bron: Quintet, BLS

Wat zijn de gevolgen voor de obligatierente en voor risicovolle beleggingen?

De meest recente prognose van de Fed gaat, na een eerdere schatting van nul, nu uit van twee renteverhogingen in 2023 (figuur 14). Dit betekent niet dat de centrale bank nu van plan is de rente op een strijdlustige manier te verhogen. Volgens ons betekent dit dat de Fed vertrouwen wil uitstralen dat de economie aan het herstellen is, terwijl de inflatie gedurende de prognoseperiode gemiddeld waarschijnlijk iets boven de inflatiedoelstelling zal liggen. Een dergelijk scenario is niet consistent met een beleidsrente dichtbij nul. Het zou eerder op een hogere rente wijzen. Opmerkelijk is dat de centrale bank alleen bereid is zeer licht te verkrapten, ondanks de explosieve groei en enige inflatoire druk. Of dit in de praktijk zo zal uitpakken, moet worden afgewacht. De Fed heeft de neiging om hogere rentes te voorspellen dan wat ze vervolgens doet: er is geen noodzaak om grootschalig in te grijpen als de centrale bank op geloofwaardige wijze de inflatieverwachtingen binnen de perken houdt.

Figuur 14: Verwachte en daadwerkelijke Federal funds rente (%)

De Fed verhoogt de rente over het algemeen minder en later dan ze in haar prognoses suggereert.



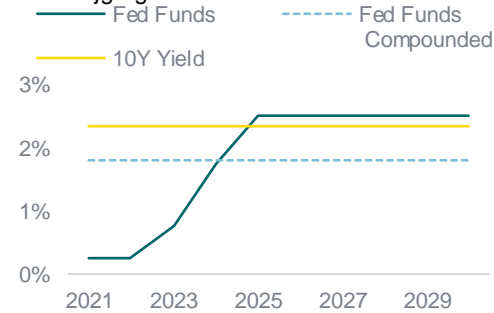
Bron: Quintet, Federal Reserve

Naarmate de Fed met de afbouw van haar obligatie-opkoopprogramma begint, verwachten we dat de 10-jaarsrente in de VS binnen 12-18 maanden tot ongeveer 2% zal stijgen (figuur 15). Volatiliteitspieken en over- en onderschrijdingen zijn mogelijk, maar de ruimte voor een veel hogere

rente is waarschijnlijk beperkt – net als de mogelijkheid dat dit een grote remmende factor voor meer risicovolle, "reflatie"-beleggingen zal vormen. De Fed gaat voor de langere termijn uit van een Fed funds rente van 2,5%. Ter illustratie, enkele renteverhogingen vanaf 2023 gevolgd door vier renteverhogingen van 25 bps per jaar leiden samen tot een 10-jaarsrente die iets boven de 1,75% zou liggen. De termijnpremie – de compensatie voor het renterisico op 10-jaars obligaties – fluctueerde in de loop der tijd, maar de verhouding ten opzichte van het renteniveau is redelijk stabiel, momenteel iets onder een derde (rond de 50 bps). Dit is ongeveer gelijk aan de gemiddelde verhouding in de afgelopen decennia (figuur 16). Wanneer we dit optellen komen we op een prognose voor de Amerikaanse 10-jaarsrente van circa 2,25%.

Figuur 15: Fed funds rente en de rente op 10-jaars staatsobligaties

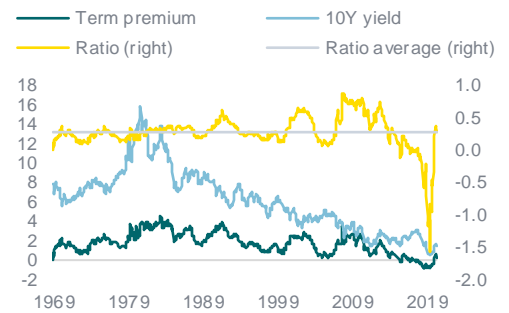
Er is niet veel ruimte voor een forse rentestijging



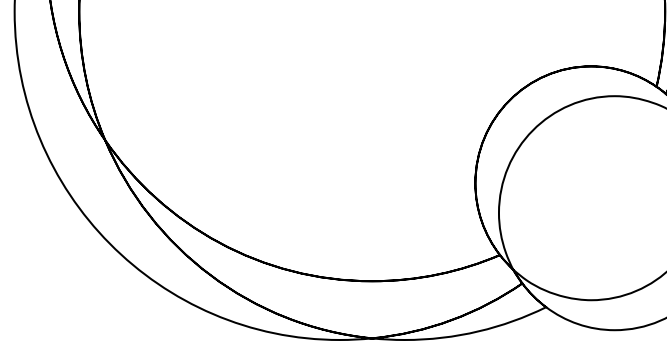
Bron: Quintet, Federal Reserve, FRB New York, Bloomberg

Figuur 16: 10-jaarsrente & termijnpremie (%)

De compensatie die beleggers ontvangen voor het renterisico op 10-jaars termijn is vrij stabiel



Bron: Quintet, FRB New York, Bloomberg



Quintet Private Bank

We zijn er trots op dat we klein genoeg zijn om u en uw familieleden dienstverlening op maat te kunnen bieden, en groot genoeg om u toegang te verschaffen tot het beste dat de financiële wereld te bieden heeft. Wat uw behoeften ook zijn, wij bieden u objectieve inzichten, advies en informatie over producten en diensten, die overeenstemmen met uw persoonlijke doelstellingen. Met kantoren in 50 Europese steden staan we overal voor u klaar, waar u zich ook bevindt. Onze doelstelling is het winnen van uw vertrouwen en het gesprek aan te gaan over wat voor u daadwerkelijk van belang is.

Over ons

Quintet Private Bank (Europe) S.A. is in 1949 opgericht, heeft zijn hoofdkantoor in Luxemburg en is met 2.000 werknemers actief in meer dan 50 Europese steden. Quintet is een algemeen erkende, toonaangevende private bank voor vermogende personen, hun families en een breed scala aan institutionele en professionele cliënten, waaronder family offices, stichtingen en andere vermogensbeheerders. De familie private banken van Quintet bestaat uit Brown Shipley (VK), Insinger Gilissen (Nederland), Merck Finck (Duitsland), Puilaetco (België), Puilaetco (Luxemburg), Quintet Danmark (Denemarken), Quintet Luxembourg (Luxemburg), Quintet Switzerland (Zwitserland).

Ga naar www.quintet.com voor meer informatie.

Voor een rijker leven

Wij zijn van mening dat een rijk en zinvol leven veel verder gaat dan vermogen en bezittingen en dat levensdoelen, passie en impact er voor onze cliënten daadwerkelijk toe doen. Als u net als ons gedreven bent en nieuwsgierig naar manieren om uw leven rijker te maken, dan nodigen we u van harte uit om deel te nemen aan onze voortdurende dialoog over dit onderwerp. We voeren regelmatig gesprekken met mensen uit alle delen van de samenleving over impact, cultuur, onderwijs, nalatenschap en talloze andere onderwerpen – om belangrijke vraagstukken van vandaag vanuit een ander perspectief te benaderen.

www.foraricherlife.com

Counterpoint marktinzichten

We benaderen de wereld vanuit een ander perspectief, en publiceren regelmatig verschillende artikelen waarin we nader ingaan op recente gebeurtenissen in de wereldeconomie en op de financiële markten. Naast onze wekelijkse, maandelijkse en jaarlijkse Counterpoints, kunt u interviews bekijken met Bill Street, onze Chief Investment Officer en met onze economen, analisten en asset-allocatiedeskundigen.

www.quintet.com

Dit document is opgesteld door Quintet Private Bank (Europe) S.A. De uitspraken en opvattingen in dit document - gebaseerd op informatie uit betrouwbaar geachte bronnen - zijn die van Quintet Private Bank op de publicatiedatum (28 juni 2021) en kunnen veranderen. De informatie in dit document is van algemene aard en vormt geen juridisch, boekhoudkundig, fiscaal of beleggingsadvies. Beleggers moeten zich ervan bewust zijn dat in het verleden behaalde resultaten geen indicatie vormen voor toekomstige resultaten en dat de waarde van beleggingen kan dalen of stijgen. Veranderingen in de wisselkoersverhoudingen kunnen er ook toe leiden dat de waarde van de onderliggende beleggingen stijgt of daalt.

Copyright © Quintet Private Bank (Europe) S.A. 2021. Alle rechten voorbehouden.