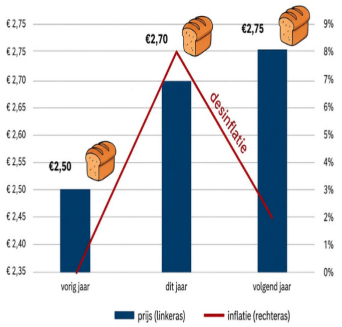

Desinflatie: waarom de inflatie daalt zonder te verdwijnen

Beschrijving

Desinflatie betekent niets meer of minder dan een dalende inflatie. Het is geen deflatie. Prijzen stijgen nog altijd, alleen minder hard dan voorheen. Wie desinflatie verwart met deflatie, trekt de verkeerde conclusie. Bij deflatie dalen prijzen echt, stellen consumenten aankopen uit en kan de economie vast komen te zitten. Daarvan is geen sprake. We komen simpelweg terug van de hoge inflatie van 2022 en 2023 naar iets wat meer op normaal lijkt. Dat proces is minder spectaculair dan een inflatiepiek, maar voor beleggers minstens zo belangrijk.

De kerninflatie bevestigt het beeld

Het duidelijkste bewijs zit in de kale kerninflatie, de prijsontwikkeling zonder de grillige energie- en voedselprijzen. In de Verenigde Staten is de kerninflatie gedaald tot 2,5%, ver onder de piek van ruim 6% in 2022. In het Verenigd Koninkrijk staat de kern op 2,6%, terwijl die in mei 2023 nog boven de 7% uitkwam. In de eurozone zakte de kerninflatie dit jaar richting 2,2%, het laagste niveau sinds de energiecrisis losbarstte. En in Canada dook de kern zelfs onder de 2%, voor het eerst in bijna zes jaar.

Dit jaar liep de gemeten inflatie tijdelijk weer op door hogere energieprijzen na het opnieuw oplaaien van het conflict in het Midden-Oosten. Maar juist dat maakt het onderliggende beeld zo overtuigend. De energieschok duwde de kopregels omhoog, terwijl de kern nauwelijks bewoog. De onderstroom bleef desinflatoir. Voor centrale banken telt die onderstroom, niet de ruis van een olieprijs die alle kanten op schiet.

De Bloomberg Inflation Surprise Index

Een minder bekende, maar verhelderende graadmeter is de Bloomberg Inflation Surprise Index. Die meet niet de hoogte van de inflatie zelf, maar het verschil tussen de werkelijke inflatiecijfers en wat economen vooraf verwachtten. Staat de index hoog, dan valt de inflatie stelselmatig hoger uit dan gedacht. Staat hij laag of negatief, dan stellen de cijfers steeds teleur aan de bovenkant en verrast de inflatie juist naar beneden.

De afgelopen periode viel het ene inflatiecijfer na het andere lager uit dan verwacht. In de Verenigde Staten daalden de consumentenprijzen zelfs voor het eerst sinds 2020 op maandbasis. Zulke neerwaartse verrassingen zijn precies wat je bij desinflatie verwacht. Ze laten zien dat het niet om Ã©Ã©n toevallig meevallertje gaat, maar om een patroon.

Lonen en loonkosten

Inflatie en lonen hangen nauw samen. Zolang de lonen sneller stijgen dan de productiviteit, lopen de kosten per product op en zoeken bedrijven ruimte om die door te berekenen. Dat voedt de kerninflatie. Precies hier is de afgelopen tijd veel verbeterd. De loonkosten per eenheid product stegen in het tweede kwartaal met slechts 1,4% op jaarbasis. De productiviteit nam met 2,2% toe en ving daarmee een groot deel van de loonstijging op.

Met andere woorden: werknemers verdienen meer, maar produceren ook meer, waardoor de kosten per product beheerst blijven. Zolang die loonkosten per eenheid rond de 1 Ã 2% blijven, is er weinig brandstof voor een blijvend hoge kerninflatie. De samenhang tussen gematigde loonkosten en dalende kerninflatie is een van de betrouwbaarste verbanden in de macro-economie, en hij wijst nu de goede kant op.

De wekelijkse banengroei van ADP

Een arbeidsmarkt die afkoelt, drukt op zijn beurt de loongroei. Een verrassend actueel venster daarop biedt de wekelijkse banengroei van ADP, de grootste salarisverwerker van de Verenigde Staten. Waar de officiÃ«le cijfers een maand op zich laten wachten, geeft ADP wekelijks een schatting van de verandering in de private werkgelegenheid.

Begin dit jaar kwamen er nog zoâ??n vijftienduizend banen per week bij, deze zomer viel dat terug tot rond de negenduizend, na wekenlang gestaag afglijden. De banenmotor staat niet stil, maar hapert. Een minder krappe arbeidsmarkt betekent minder opwaartse druk op de lonen, en dus minder druk op de kerninflatie.

De verborgen zwakte op de arbeidsmarkt

Toch daalde het officiÃ«le werkloosheidspercentage dit jaar in de VS naar iets boven de 4%. Op het eerste gezicht oogt dat sterk. Kijk je beter, dan blijkt die daling om de verkeerde reden tot stand te komen. De werkloosheid daalde niet doordat er banen bij kwamen, maar doordat mensen de arbeidsmarkt verlieten. De participatiegraad zakte naar het laagste niveau in vijftig jaar buiten de coronaperiode.

Twee krachten liggen daaraan ten grondslag. De babyboomers gaan met pensioen en verlaten massaal het arbeidsproces. Tegelijk droogt de instroom van migranten op door het strengere immigratiebeleid onder Trump, terwijl juist die instroom eerder de vergrijzing opving. Corrigeer je het werkloosheidspercentage voor die terugtrekkende participatie en het wegvallende migratiesaldo, dan had de werkloosheid eerder rond de 6% gelegen dan rond de 4%. De arbeidsmarkt is dus zwakker dan de kopregel doet vermoeden.

Het dubbelmandaat van de Fed

Dat raakt direct aan de houding van de Federal Reserve. De Fed heeft niet Ã©Ã©n, maar twee doelen: prijsstabiliteit Ã©n maximale werkgelegenheid. In 2022 en 2023 telde alleen het eerste, want de inflatie was zo hoog dat de arbeidsmarkt er even niet toe deed. Nu de inflatie afkoelt en de arbeidsmarkt verzwakt, komt dat tweede mandaat weer in beeld. De Fed hoeft niet langer eenzijdig de inflatie te bestrijden, maar weegt opnieuw beide kanten tegen elkaar af.

Daarmee is de Fed terug in het oude normaal. Geen noodbeleid, geen eenzijdige focus, maar een centrale bank die weer een echte afweging maakt tussen groei en inflatie, met een positieve reÃ«le rente als uitgangspunt.

Het Fed-model is terug

En met dat oude normaal keert ook het Fed-model terug. Dat model zet het winstrendement van aandelen, de winst gedeeld door de koers, af tegen de rente op tienjarige staatsobligaties. In de jaren van nulrente en ruim opkoopbeleid verloor het model zijn betekenis: de rente was kunstmatig laag, dus aandelen leken altijd goedkoop. Het model werd terzijde geschoven.

Nu de rente is genormaliseerd en de inflatie richting doel zakt, is de obligatierente weer een geloofwaardig alternatief Ã©n een geloofwaardige disconteringsvoet. Daarmee kun je aandelen weer serieus tegen obligaties afwegen. Bij een rente van 4 Ã 5% en een inflatie rond de doelstelling passen koers-winstverhoudingen van 20 tot 25. De brede Amerikaanse index noteert rond de 21 keer de verwachte winst, en is daarmee niet duur. Desinflatie is zo niet alleen een macro-economisch verschijnsel, maar ook het fundament onder een redelijke waardering van aandelen.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer

Abonneer op deze nieuwsbrief via www.aureus.eu/nieuwsbrief