Het inflatiespook

Beschrijving

De financiÃ«le markten reageren alsof de wereld opnieuw in een inflatiespiraal terechtkomt. Sinds het uitbreken van het conflict in het Midden-Oosten zijn de inflatieverwachtingen op de korte termijn opgelopen. De rentemarkten prijzen inmiddels renteverhogingen in waar eerder nog verlagingen werden verwacht. Maar klopt die reactie eigenlijk wel? Er is een fundamenteel verschil tussen stijgende prijzen door een geopolitieke aanbodschok en daadwerkelijke inflatie. De historische relatie tussen olieprijzen en kerninflatie is veel zwakker dan de markt nu veronderstelt, en dat betekent dat de rente waarschijnlijk te hard is gestegen.

Stijgende olieprijzen zijn geen inflatie

Het is verleidelijk om stijgende olieprijzen gelijk te stellen aan inflatie, maar dat is een begripsverwarring die op dit moment veel schade aanricht in de marktverwachtingen. Wat we nu zien is een prijsstijging in Ã©Ã©n grondstof (en in afgeleide markten zoals lng en kunstmest) als direct gevolg van geopolitiek en oorlog. Dat is iets wezenlijk anders dan inflatie in de monetaire betekenis van het woord.

Inflatie is altijd en overal een monetair fenomeen. De laatste echte inflatiegolf ontstond begin 2020, toen de Federal Reserve een ongekende monetaire verruiming doorvoerde en de toenmalige Amerikaanse regering, overigens onder president Trump, het nieuw gecreÃ«erde geld via fiscale kanalen de economie in katapulteerde. De regering-Biden zette dat beleid vervolgens onverminderd voort. Het waren die monetaire en fiscale operaties die de inflatie veroorzaakten, niet de stijging van grondstofprijzen op zich. Wie nu de schuld voor de hardnekkige inflatie bij de olieprijzen legt, verwart oorzaak en gevolg.

De mediamachine draait inmiddels op volle toeren met artikelen over de inflatoire effecten van hogere olieprijzen. Het gaat om het optimaliseren van het bereik onder lezers, maar het narratief klopt niet. Olie wordt gedreven door geopolitiek en oorlog. Inflatie werd gecreÃ«erd door het verlagen van de rente,

het manipuleren van obligatiemarkten en het drukken van geld. Dat leek tijdens Corona een goed idee in de tweede helft van 2020 en in 2021, en is sindsdien de bron van veel ongemak, zoals monetaire verruimingsoperaties altijd eindigen.

Een wankel statistisch verband

Het klinkt intuÃ¯tief logisch: olie wordt duurder, dus alles wordt duurder, dus de inflatie stijgt. Maar de feiten vertellen een genuanceerder verhaal. Wanneer we de olieprijs afzetten tegen de kerninflatie (in de VS de core PCE, de maatstaf die de Fed het liefst gebruikt) over de afgelopen kwart eeuw, dan blijkt het verband opmerkelijk zwak. De statistische samenhang (R-kwadraat) bedraagt slechts 0,13. Dat betekent dat de olieprijs slechts een fractie van de beweging in de kerninflatie verklaart. Zelfs wanneer de twee variabelen in dezelfde richting bewegen, is de gevoeligheid van inflatie voor olieprijzen bijzonder laag.

Tussen 1998 en 2008 stegen de olieprijzen van 11 naar 146 dollar per vat, een stijging met een factor dertien. Over diezelfde periode liep de kerninflatie op van slechts 1% naar 2,5%. Dat is een merkbaar effect, maar in verhouding tot de enorme olieprijsstijging was het bescheiden en het speelde zich af over tien jaar, niet in vier weken.

Olie als deflatoire kracht

Hogere olieprijzen werken op de korte termijn inflatoir via directe brandstofkosten, maar fungeren op de langere termijn juist als een deflatoir mechanisme. Ze werken als een belasting op de consument: ze vernietigen koopkracht, drukken de vraag en kunnen economieÃ«n in een recessie duwen. Het is wat economen â??demand destructionâ?• noemen.

Zodra de koopkracht van consumenten wordt uitgehold door hogere energiekosten, daalt de vraag naar niet-essentiÃ«le goederen en diensten. Prijzen in die categorieÃ«n komen dan onder druk te staan. Het effect van een door oorlog veroorzaakte olieprijspiek is daarom eerder deflatoir dan inflatoir, precies het tegenovergestelde van wat de rentemarkten nu inprijzen.

De olieschok zal uiteindelijk voorbijgaan, en vertragende economieÃ«n zullen vermoedelijk prijsdalingen zien, vooral in niet-kritieke sectoren, totdat de volgende monetaire verruimingsoperatie plaatsvindt. De tussentijdse macro-omgeving wijst op desinflatie, niet op een nieuwe inflatiegolf. Dat verandert niet omdat twee landen een ander land bombarderen en een cruciale scheepvaartroute tijdelijk buiten gebruik is gesteld.

Het gaat om snelheid en duur, niet om niveau

Wat vaak over het hoofd wordt gezien, is dat niet het absolute niveau van de olieprijs bepalend is voor inflatie, maar het tempo van de verandering en de duur van de piek. In de eerste helft van de jaren 2010 stabiliseerden de olieprijzen zich op 90 tot 100 dollar per vat â?? een veelvoud van het niveau in het voorgaande decennium. Toch daalde de kerninflatie in die periode ruim onder de 2%-doelstelling. De markt had zich aangepast aan het hogere prijsniveau.

De recente olieprijsstijging is fors en snel, maar het effect op de onderliggende inflatie hangt af van de vraag hoe lang de prijzen op dit niveau blijven. Een tijdelijke piek heeft doorgaans een beperkt effect op de kerninflatie. De huidige hardnekkigheid van de inflatie heeft bovendien weinig met olie te maken en weerspiegelt vooral de aanhoudend sterke vraagzijde van de Amerikaanse economie.

Een andere economie dan vroeger

De Amerikaanse economie is fundamenteel veranderd ten opzichte van de grote olieschokken uit de jaren zeventig en tachtig. Destijds was de VS een grote industriÃ«le economie en netto-importeur van olie. Hogere energiekosten betekenden een directe verslechtering en veroorzaakten forse economische ontwrichting.

Vandaag de dag is meer dan 80% van de economie dienstengebaseerd en zijn de VS netto-exporteur van energie. Stijgende olieprijzen zijn daardoor in de eerste plaats een herverdelingsvraagstuk: energieverbruikers dragen welvaart over aan energieproducenten. Hoewel dat pijnlijk is voor consumenten en sectoren als transport en luchtvaart, profiteert de Amerikaanse economie als geheel juist van hogere prijzen. Dat is een wezenlijk ander uitgangspunt dan veertig jaar geleden.

De Fed zit klem

De markt vreest dat de Fed gedwongen wordt om het beleid te verkrappen als reactie op de olieprijsstijging. Die vrees verklaart waarom de forward-markt is omgeslagen van twee verwachte renteverlagingen naar een renteverhoging. Maar deze herprijzing is buitenproportioneel.

De Fed opereert onder een dubbel mandaat: prijsstabiliteit Ã©n volledige werkgelegenheid. Fed-voorzitter Powell heeft dat mandaat recent omschreven als een verhouding die verschuift naargelang de omstandigheden. Op dit moment is de inflatie hardnekkig en blijft boven de 2%-doelstelling, maar de werkloosheid loopt ook geleidelijk op. In die situatie is het verstandigste beleid om af te wachten, niet om de rente te verhogen op basis van een energieschok waarvan het doorwerkingseffect op de kerninflatie historisch gezien beperkt is.

Het basisscenario blijft dat de Fed de rente voorlopig ongewijzigd laat, maar later in 2026 of 2027 ruimte krijgt om te versoepelen. De stijgende arbeidsproductiviteit, de afzwakkende loongroei en het

waarschijnlijk tijdelijke karakter van de energie-inflatie ondersteunen dat scenario. De opgelopen korte-termijn inflatieverwachtingen zijn overdreven.

Europa: kwetsbaarder, maar dezelfde denkfout

Voor Europa is de situatie onmiskenbaar serieuzer. Energiekosten vertegenwoordigen circa 11% van het huishoudinkomen in de EU, tegenover 3,4% in de VS. Europa heeft een grotere industriÃ«le sector, importeert een aanzienlijk deel van zijn olie en lng uit het Midden-Oosten, en ervaart door de effectieve sluiting van de Straat van Hormuz een energiecrisis die doet denken aan de nasleep van de Russische invasie van OekraÃ¯ne. Eerst was de afhankelijkheid van Russisch gas het probleem, nu moet het gas uit Qatar komen.

De ECB opereert onder een enkelvoudig mandaat gericht op de totale inflatie, die veel gevoeliger is voor energieprijzen dan de kerninflatie. Schattingen suggereren dat de recente olieprijsstijging, als die nog een maand aanhoudt, de inflatie met circa 50 basispunten kan opdrijven. Het is in dat opzicht begrijpelijk dat de forward-markt drie renteverhogingen voor dit jaar inprijst.

Maar ook hier wordt dezelfde denkfout gemaakt. Het inprijzen van renteverhogingen als reactie op een aanbodschok is economisch riskant. Een energieschok werkt stagflatoir: het remt de groei en drijft de prijzen op. Renteverhogingen bestrijden weliswaar de prijscomponent, maar verergeren de groeivertraging. De olieprijsstijging zelf fungeert al als rem op de economie. Daarbovenop nog een monetaire verkrapping leggen is dubbel straffen. De ECB zal dit dilemma moeten wegen, en het is allerminst vanzelfsprekend dat verkrapping het juiste antwoord is op een externe aanbodschok.

Het grotere plaatje: desinflatie nu, inflatierisico later

Het macro-economische landschap is sinds 2022 structureel veranderd. De decennialange desinflatoire trend in de lange rente is gebroken, en de wereld bevindt zich in een nieuw regime waarin inflatierisicoâ??s structureel hoger liggen dan in de periode 1982-2022. Maar binnen dat grotere plaatje wijst de tussentijdse dynamiek op desinflatie, niet op versnelling.

De twee scenarioâ??s die uiteindelijk wachten zijn ofwel een pijnlijke deflatie, ofwel sluipende stagflatie: een omgeving waarin economieÃ«n worden aangetast, aandelenmarkten nauwelijks vooruitkomen en vitale grondstoffen en edelmetalen juist sterk presteren. Maar dat is het verhaal voor de langere termijn.

Op de korte en middellange termijn is het desinflatoire scenario intact. De door oorlog veroorzaakte olieprijspiek zal de economische activiteit eerder drukken dan aanjagen, wat uiteindelijk juist de inflatiedruk vermindert. De rentemarkten die nu verhogingen inprijzen, positioneren zich voor een scenario dat de data niet ondersteunen.

De markt jaagt spoken na

De reflexmatige reactie van de rentemarkten (het uitprijzen van verlagingen en het inprijzen van verhogingen) berust op twee onjuiste aannames. Ten eerste dat hogere olieprijzen rechtstreeks en significant doorwerken in de kerninflatie. Ten tweede dat wat we nu zien Ã¼berhaupt inflatie is in de monetaire zin van het woord.

Stijgende olieprijzen door oorlog zijn geen inflatie. Het zijn stijgende prijzen in een grondstof, veroorzaakt door geopolitiek. De werkelijke inflatie werd gecreÃ«erd door monetair en fiscaal beleid in 2020-2021. Het verwisselen van deze twee fenomenen leidt tot verkeerde beleidsverwachtingen en verkeerde positionering. Langlopende staatsobligaties bieden op het huidige renteniveau meer dan voldoende compensatie voor het ingebedde inflatierisico. De korte rente weerspiegelt een te pessimistisch scenario. Dat geldt aan beide zijden van de Atlantische Oceaan, zij het om verschillende redenen en in verschillende mate.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer

Abonneer op deze nieuwsbrief via

www.aureus.eu/nieuwsbrief