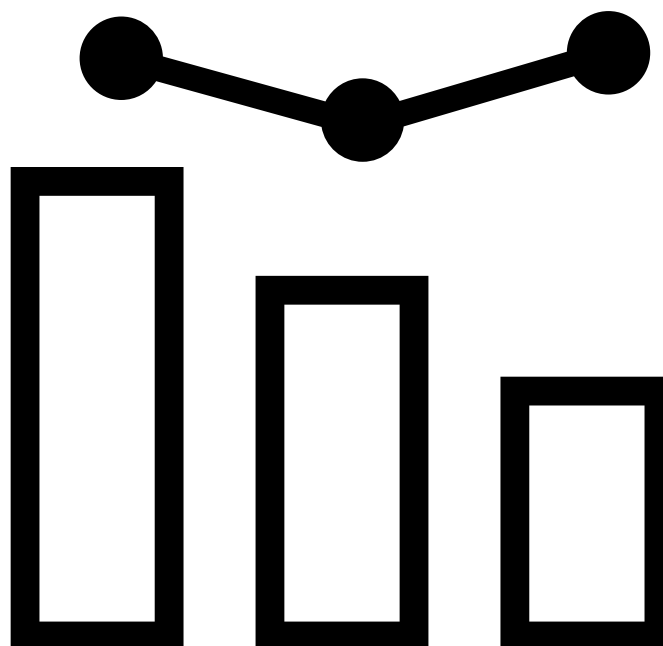




Inflatieupdate

mei 2023

Inflatie: een korte update

Inflatie in de eurozone lijkt over haar hoogtepunt heen te zijn. In deze update duiken we hier met ons 'inflatiedashboard' iets dieper op in. Ons dashboard geeft aan dat de recente afkoeling van inflatie vooral gedreven is door afnemende grondstofprijzen en krasser monetair beleid. Echter, vanuit de arbeidsmarkt is er nog steeds opwaartse druk. Dit duidt erop dat kerninflatie, die relatief gevoelig is voor loongroei, wel eens langer hoog zou kunnen blijven dan financiële markten inschatten.

Eurozone inflatiedashboard

Om een tijdig beeld te hebben van de macro-economische aandrijvers van inflatie in de eurozone houden we een 'inflatiedashboard' bij (Tabel 1). Grofweg zijn de componenten van dit dashboard onder te brengen onder drie noemers: bestedingsinflatie (componenten 1-7), kosteninflatie (componenten 8-12) en monetaire stimulus en marktverwachtingen (componenten 13 en 14).

Tabel 1 laat zien dat in het eerste kwartaal van dit jaar de inflatiedruk die de eurozone in 2022 zag aan het afnemen is. Het vertrouwen van consumenten en producenten neemt af, prijzen van grondstoffen zijn gedaald en de geldhoeveelheid neemt af als gevolg van krasser monetair beleid in de eurozone.

Inflatoire druk komt momenteel vooral vanuit de arbeidsmarkt. Zo is de werkloosheid nog steeds laag en de loongroei in de eurozone lijkt nog niet aan zijn einde te zijn gekomen.

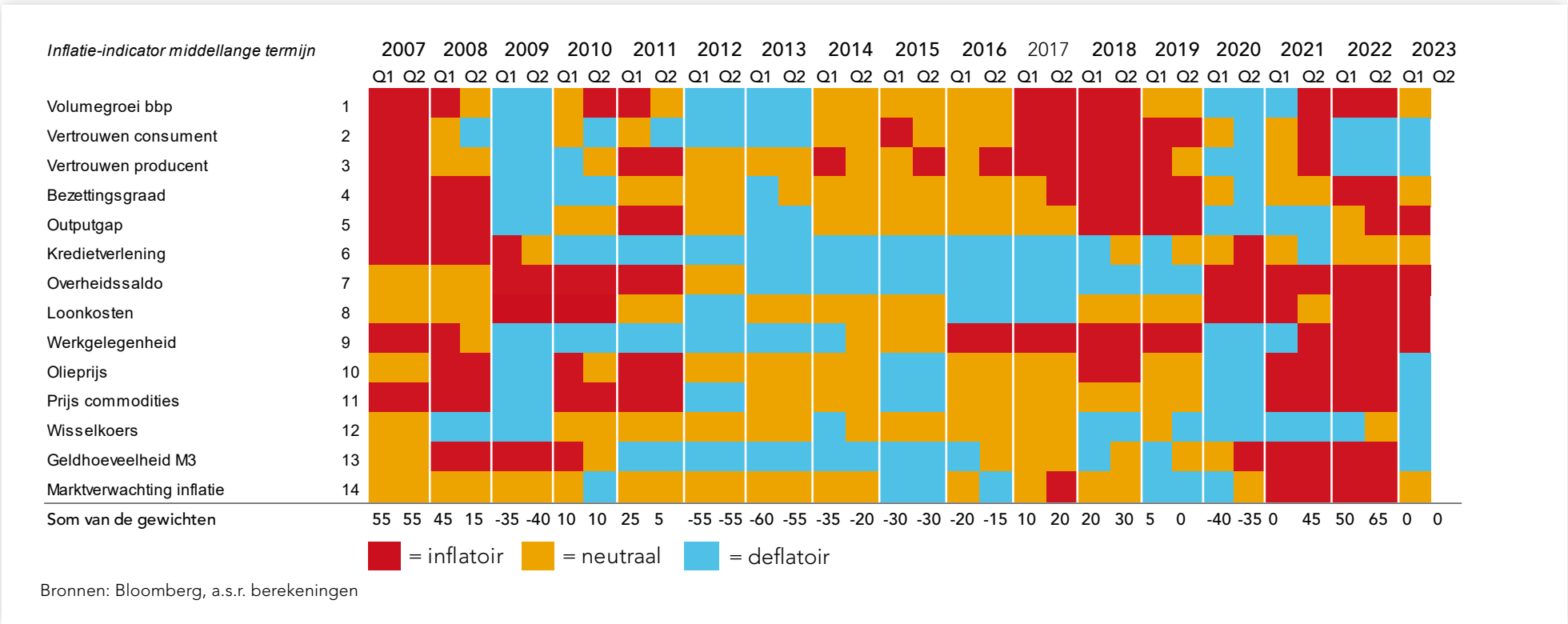


Dat is in lijn met het feit dat inflatie momenteel meer gedreven is door diensten dan goederen. Daarnaast is er nog steeds stimulerend beleid vanuit de overheid¹.

Samengevat geeft ons dashboard aan dat de recente combinatie van afnemende headline inflatie en hardnekkig hoge kerninflatie voorlopig nog aan zal houden.

Financiële markten lijken momenteel in te prijzen dat de ECB al redelijk snel zal ophouden met het verhogen van haar beleidsrente en zelfs eind dit jaar alweer zal beginnen met verlagen. Vooral dat laatste lijkt ons niet heel waarschijnlijk, tenzij zich onvoorziene omstandigheden zouden voordoen.

Tabel 1: Ons inflatiedashboard geeft aan dat prijsdruk afneemt, maar niet bij de arbeidsmarkt



¹ De totale verwachte stimulus vanuit overheden in de eurozone tussen 2020 en 2024 zal volgens de ECB ruim 12% van het BBP zijn, dat is uiteindelijk groter dan de overheidsstimulus in de in de VS.

Opmerkingen: Per indicator is een historische datareeks voor de eurozone bepaald met kwartaalcijfers over meestal ~25 jaar. Over die periode is het gemiddelde, maximum en minimum vastgesteld. Per indicator hebben we een ‘passende’ afwijking bepaald t.o.v. het gemiddelde. Als de reeks boven (onder) die ‘passende’ afwijking zit krijgt de component 1 punt (-1 punt), anders 0 punt. De totaalscores onderaan de tabel zijn een gewogen gemiddelde van de verschillende componenten waarbij we onze eigen inschatting hebben gebruikt voor wat het gewicht per component zou moeten zijn.

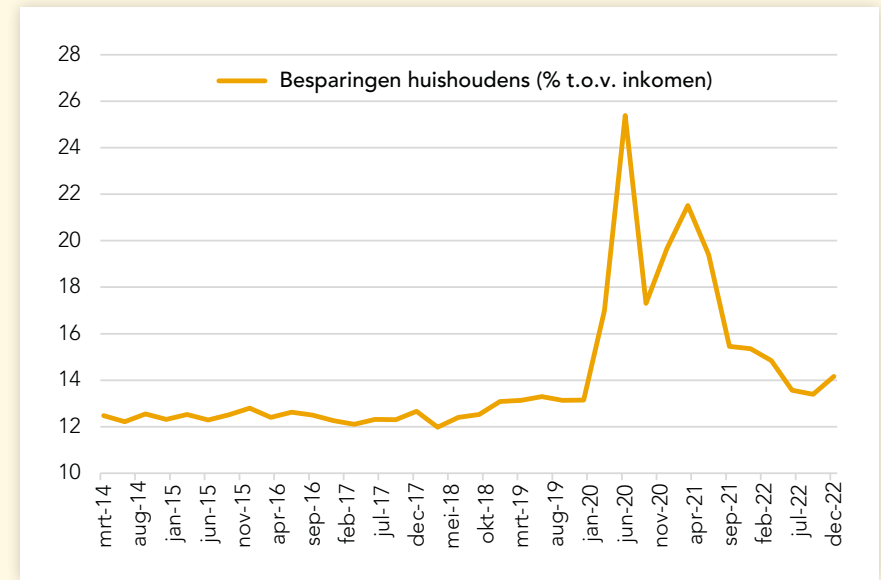
Over lage spaarrentes en 'graaiinflatie'

De inflatiegolf van 2022 valt in ieder geval ten dele te verklaren uit 'spaaroverschotten' die zijn ontstaan tijdens de coronapandemie van 2020-2021, enerzijds dankzij ruimhartige 'coronasteun' door overheden en anderzijds omdat de economie tijdens de pandemie 'op slot zat' en consumenten minder konden uitgeven (en bedrijven minder investeerden) dan onder normale omstandigheden². Nu deze spaaroverschotten weer worden afgebouwd, is de vraag naar goederen en diensten veelal hoger dan het aanbod, met toenemende inflatiedruk tot gevolg.

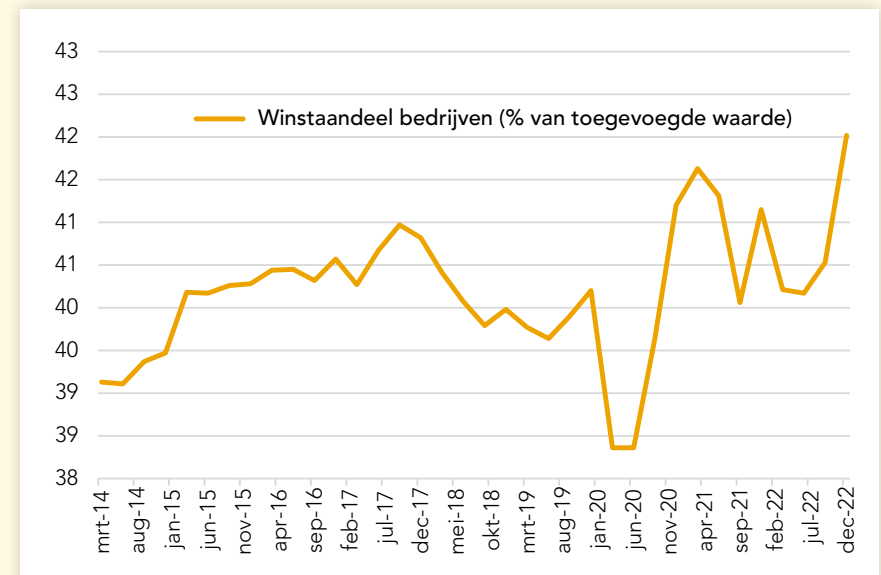
De 'corona-gerelateerde' spaaroverschotten verklaren niet alleen ten dele de toegenomen inflatiedruk, maar ook mede waarom spaarrentes relatief achterblijven bij de ontwikkeling van rentes op bijvoorbeeld hypotheek en andere leningen. Wanneer er (te) veel gespaard wordt, zullen banken minder snel geneigd zijn de rentes op spaartegoeden te verhogen. Nu de spaaroverschotten vanuit de coronapandemie duidelijk afnemen (figuur 1), is onze verwachting wel dat de verhouding tussen rentes op spaartegoeden enerzijds en leningen anderzijds ook weer geleidelijk zal normaliseren.

De afbouw van spaaroverschotten draagt niet alleen bij aan opwaartse prijsdruk, maar ook aan de winsten en winstmarges van bedrijven. Een hogere vraag naar goederen en diensten stelt bedrijven in staat de prijzen voor hun producten en diensten te verhogen, en in veel gevallen ook meer te verhogen dan hun kostprijzen, met andere woorden: hogere winstmarges te behalen (figuur 2). Deze hogere winstmarges hebben indirect ook weer een prijsopdrijvend effect.

Figuur 1: Huishoudens in de eurozone hebben tijdens de coronaperiode veel gespaard



Figuur 2: Het winstaandeel van eurozone bedrijven is gestegen



² Consumenten in de Eurozone hebben volgens Philip Lane van de ECB vanaf de coronaperiode rond EUR 900 miljard bij elkaar gespaard, wat neerkomt op bijna 7% van het eurozone BBP.

Recente analyses (van o.a. [Rabobank](#) en [The Economist](#)) laten zien dat inderdaad een deel van de inflatiegolf van 2022 gedreven is door hogere winstmarges van bedrijven. En inderdaad, in sommige gevallen zullen bedrijven hun marktmacht hebben misbruikt om prijzen sterk te verhogen (in het rapport van Rabobank wordt het voorbeeld aangehaald van [exorbitante prijzen voor hotelovernachtingen](#) na orkaan Florence in de VS). Echter, er is volgens deze analyses geen bewijs dat dit door soort 'price gouging' wijdverbreid is. Bovendien kan het voor bedrijven rationeel zijn om de prijzen van hun diensten en goederen te verhogen in een hoge inflatie omgeving in afwachting van hogere inputkosten en hogere loonkosten in de toekomst.

Hoe dan ook, vanuit macro-economisch perspectief is het interessant dat het deel van inflatie dat gedreven is door winsten hoger is in de eurozone dan in de VS (volgens een [analyse van de ECB](#)). In de VS spelen namelijk loonkosten een wat grotere rol. Dat is begrijpelijk omdat de dienstensector een groter deel is van de Amerikaanse economie (80%), dan die van de eurozone (70%). En diensten zijn over het algemeen gevoeliger voor veranderingen in lonen dan goederen dat zijn.

De implicatie van dit verschil tussen de VS en de eurozone is dat als er een economische neergang komt, inflatie in de eurozone iets sneller zou kunnen dalen dan in de VS. Immers, het is makkelijker om winsten te laten verminderen dan om lonen omlaag te brengen. Maar het is de vraag of dit effect groot genoeg is om boven andere effecten uit te steken, zoals de gevoeligheid voor energieprijzen, de mate van monetaire verkrapping, economische neergang, stimulus vanuit de overheid en spaaroverschotten van consumenten.



Disclaimer

Dit document is samengesteld door ASR Vermogensbeheer N.V. (hierna a.s.r. vermogensbeheer). a.s.r. vermogensbeheer is een beheerder van Beleggingsfondsen en staat onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") te Amsterdam en beschikt over een vergunning voor het beheren van beleggingsinstellingen op grond van art. 2:65 Wft. Het is a.s.r. vermogensbeheer toegestaan om onder haar vergunning de volgende beleggingsdiensten te verlenen: het beheren van een individueel vermogen, het verstrekken van beleggingsadvies en het ontvangen en doorgeven van orders met betrekking tot financiële instrumenten. a.s.r. vermogensbeheer is opgenomen in het register als bedoeld in artikel 1:107 Wft.

De inhoud van dit document is gebaseerd op betrouwbaar geachte informatiebronnen. Er wordt echter geen garantie of verklaring gegeven omtrent de juistheid, volledigheid en actualiteit van die informatie, noch uitdrukkelijk, noch stilzwijgend. De verstrekte informatie is uitsluitend indicatief en aan verandering onderhevig. Prognoses vormen geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten. Aan de inhoud van dit document, waaronder eventuele berekende waardes en weergegeven resultaten, kunnen geen rechten worden ontleend. De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

Alle copyrights en overige informatie in dit document is eigendom van a.s.r. vermogensbeheer. De informatie is alleen bedoeld voor bepaalde (ontvangende) partijen en is vertrouwelijk. Dit document is niet bedoeld als beleggingsadvies, aangezien geen rekening wordt gehouden met de persoonlijke situatie van de klant en de presentatie ook niet is gericht op een individuele klant. De in/via dit document verstrekte informatie is bovendien geen aanbod of enigerlei financiële dienst.

De informatie is ook niet bedoeld om enig persoon of instantie aan te zetten tot het kopen of verkopen van enig financieel product, waaronder rechten van deelneming in een beleggingsfonds, of tot het afnemen van enige dienst van a.s.r. vermogensbeheer, noch is de informatie bedoeld als basis voor een beleggingsbeslissing.

Voor de toepasselijke voorwaarden en risico's van de in deze presentatie vermelde a.s.r. vermogensbeheer beleggingsfondsen wordt verwezen naar de prospectussen, fondsvoorwaarden en essentiële beleggersinformatie (EBI) van deze fondsen. Exemplaren hiervan en van de jaarverslagen zijn verkrijgbaar via www.asrvermogensbeheer.nl, waar ook alle gegevens van a.s.r. vermogensbeheer kunnen worden geraadpleegd. De producten van a.s.r. vermogensbeheer zijn alleen bedoeld voor professionele beleggers.

a.s.r.

Archimedeslaan 10

3584 BA Utrecht

www.asrvermogensbeheer.nl

ASR Vermogensbeheer N.V. - KvK 30227237 Utrecht