

Snel oplopende inflatie dreigt geloofwaardigheid Lagarde te ondermijnen

5 november 2021

'Ze draagt graag luxe mode (o.a. Chanel), verdient bijna €40.000 per maand, maar de zorgen van gewone mensen kunnen haar duidelijk niets schelen: Christine Lagarde (65) laat pensioen, lonen en spaargelden smelten.'

Bovenstaande quote is illustratief voor het geloofwaardigheidsprobleem waar centrale banken op dit moment mee worstelen. Niet alleen het publiek, maar ook financiële markten beginnen te twijfelen aan de argumenten waarmee de centrale banken de hoge inflatie lijken weg te wuiven.

Natuurlijk, de typering komt van Bild-Zeitung, niet de meest finzinnige, maar wel de grootste krant van Duitsland. Voor een ECB-president is het sowieso niet makkelijk het hyperinlatievrezende volk in dat land tevreden te houden, maar deze aanval op 'Luxus-Lagarde' is ongekend hard.

Het probleem is de hard oplopende inflatie. Dat wordt in Nederland al steeds meer onderwerp van gesprek, en in Duitsland is dat niet anders. In de eurozone kwam de inflatie in oktober uit op 4,1%, ver boven de doelstelling van 2%, terwijl de ECB daar niets aan doet.

Grotendeels tijdelijk

De belangrijkste reden dat de beleidsbepalers in Frankfurt op hun handen blijven zitten, is dat zij van mening zijn dat de inflatie 'grotendeels' van tijdelijke aard zal blijken te zijn.

De inflatie is nu zo hoog vanwege de vergelijking met vorig jaar, toen de economische bedrijvigheid inzakte, en er een tijdelijke verlaging was van de btw-tarieven in Duitsland. Ook zijn er nu verstoringen in de aanvoerketens vanwege covid. Na de pandemie zullen die problemen wel opgelost zijn, zo verwacht de centrale bank. Maar de ECB en ook andere grote centrale banken zeggen wel dat de inflatie hoger is dan zij eerder dachten, en langer blijft aanhouden.

En dat bezorgt centrale banken niet alleen bij het publiek, maar ook op de financiële markten een geloofwaardigheidsprobleem. Markten anticiperen op renteverhogingen via de prijzen van korte rentecontracten, terwijl de centrale banken op dit vlak veel voorzichtiger zijn.

Meningsverschil

'Dit duidt op een steeds groter wordend verschil tussen de gemiddelde mening van de markt en de centrale banken', zegt Mary Pieterse-Bloem, hoofd Investment Office bij Rabobank en bijzonder hoogleraar financiële markten aan de Erasmus Universiteit in Rotterdam. 'De markt ziet meer structurele elementen van inflatie. Daardoor zouden centrale banken eerder gedwongen worden de rente te verhogen dan ze nu nog beweren. Want je ziet in die markten ook dat die verhoging in de rente steeds verder naar voren wordt gehaald. Al speelt dat meer bij de Federal Reserve dan bij de ECB.'

De Amerikaanse Fed besloot deze week de noodsteun, die begon in maart 2020, af te bouwen. Als de economie zich blijft ontwikkelen zoals voorzien, dan is die steun in de zomer van volgend jaar tot nul teruggebracht en zou de Fed kunnen denken aan renteverhogingen. De markt prijst er twee in voor volgend jaar, waarvan de eerste in juli.

De ECB wordt zichtbaar zenuwachtig van de verwachtingen van de financiële markten. Lagarde zette deze week, voor de tweede keer, alle zeilen bij om de markten ervan te overtuigen dat het erg onwaarschijnlijk is dat de centrale bank de rente gaat verhogen in 2022.

Bank of England verrast

De Bank of England (BoE) creëerde donderdag zijn eigen geloofwaardigheidsprobleem. Gouverneur Andrew Bailey had eerder gezegd dat zijn bank 'in actie' zou moeten komen tegen de hoge inflatie. De markten hadden dan ook een renteverhoging volledig in hun prijzen meegenomen. Tot ieders verrassing verhoogde de BoE de rente juist niet. Bovendien zei Bailey dat het niet zijn taak was de marktrentes op dag- en weekbasis te sturen. 'Dat is juist letterlijk zijn baan', zei een analist op Twitter, die daarvoor veel bijval kreeg van centralebankvolgers.

'Er zijn nu drie scenario's mogelijk', zegt Pieterse-Bloem. 'Of de markten hebben gelijk, en de centrale banken moeten de rente eerder verhogen dan verwacht. Of de centrale banken kunnen gelijk hebben en dan zullen de markten op hun posities moeten terugkomen.'

Kostbare beleidsfout

'Maar er is ook een derde scenario mogelijk', zegt Pieterse-Bloem. 'Dan laten de centrale banken hun oren hangen naar de markten, verhogen de rente, maar als de inflatie dan toch tijdelijk zal zijn, dan is er een kostbare beleidsfout gemaakt.' Als voorbeeld noemt zij de verhoging van de rente door de ECB in 2011, die de economie destijds onnodig afkneep. Toen Mario Draghi daarna als nieuwe president van de ECB aantrad, draaide hij die renteverhoging meteen terug.

Met die fout in het achterhoofd kijken de centrale banken nu nog even de kat uit de boom. 'Er zijn heel veel onzekerheden in de economie', zegt Pieterse-Bloem. 'We weten niet hoe lang de verstoringen in de aanvoerketens aanhouden en ook het virus kan weer verder oplaaien.'

De meeste analisten gaan er momenteel vanuit dat de hogere inflatie inderdaad grotendeels tijdelijk zal blijken te zijn. Daarmee zouden de Fed en de ECB dus het gelijk aan hun zijde hebben en heeft de BoE zichzelf voor zo'n dure beleidsfout behoedt.

Maar Christine Lagarde staat nog wel voor de taak haar imago op communicatiegebied op te poetsen. Zij zei tijdens de persconferentie dat het niet aan haar was om iets over de marktverwachtingen te zeggen. 'En het is niet de eerste keer dat dit fout ging', aldus Pieterse-Bloem, doelend op de vergissing die de Française in 2019 maakte in haar eerste persconferentie. Zij zei toen dat de ECB er niet was om de rentever verschillen tussen eurolanden te verkleinen.

Als ze er nu weer naast zit, dan was de recente aanval in Bild nog maar mild. Er staat haar heel wat te wachten als de inflatie verder oploopt en ze met acute renteverhogingen op de rem moet gaan trappen.

Wat nu? Als de Europese Centrale Bank half december bijeenkomt is het tijd voor grote beslissingen. Het einde van de coronanoodsteun per maart lijkt een gedane zaak, gezien de opmerkingen van Lagarde daarover. Maar aangezien de ECB verwacht dat de inflatie volgend jaar en het jaar erna weer onder de doelstelling terecht zal komen moet er iets worden bedacht voor het reguliere opkoopprogramma, dat nu nog elke maand voor €20 mrd aan obligaties koopt. Dat bedrag zou kunnen worden verhoogd, maar

dan loopt het programma tegen limieten aan, er is te weinig staatsschuld van Duitsland en Nederland beschikbaar om het programma lang door te laten lopen. Daardoor wordt er nu gedacht de aankopen van EU-instellingen op te hogen. Ook moet er nog iets worden bedacht voor Griekenland. Dat land is niet kredietwaardig genoeg om in aanmerking te komen voor het opkoopprogramma. Mogelijk wordt een uitzondering voor die kredietwaardigheid gemaakt, zoals ook al eerder gebeurde en ook van toepassing is voor het onderpand dat de ECB accepteert voor leningen. Het wordt waarschijnlijk een pittig gevecht tussen de 'haviken' en de 'duiven' binnen de centrale bank.