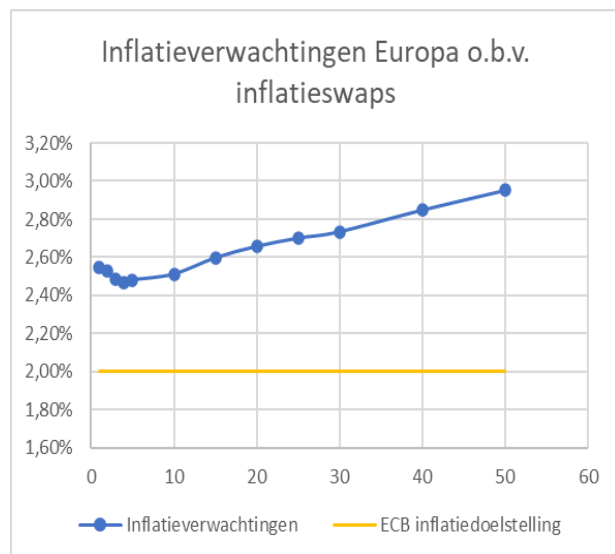
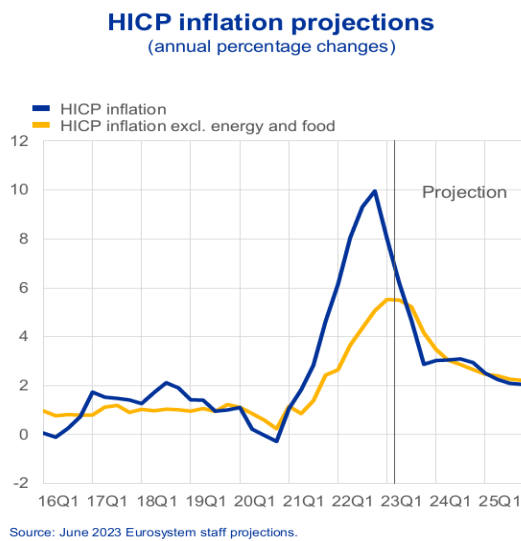


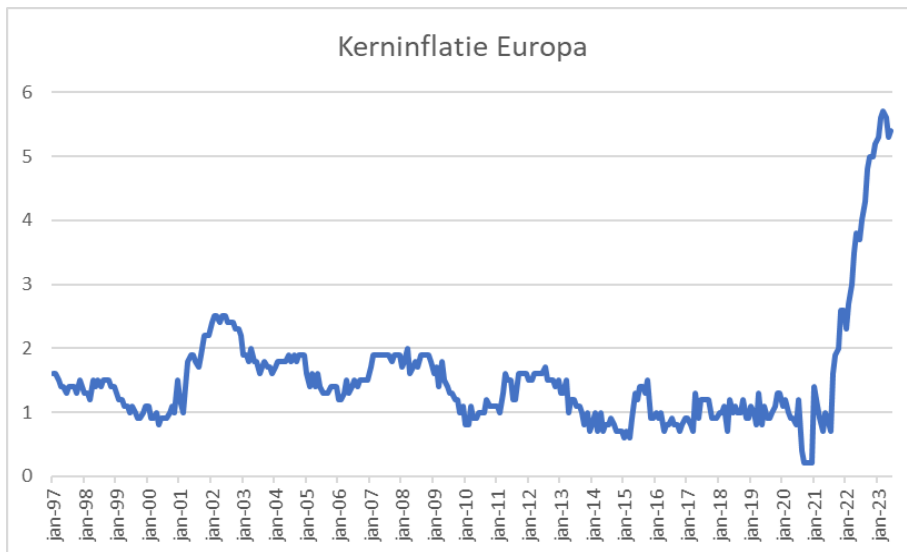
“De ECB haalt haar inflatiedoelstelling nooit meer...”

Inflatie was hét thema dat iedereen bezighield in de afgelopen tijd. Dat zal in de komende periode niet anders zijn. Inflatiecijfers lijken gepiekt te hebben. Er zijn veel verschillende meningen over hoe snel en tot welk niveau de inflatie gaat dalen (zie linksonder bijvoorbeeld de verwachtingen van de ECB per eind juni). Toch lijkt iedereen het erover eens dat de inflatie structureel hoger gaat zijn dan we het afgelopen decennium gewend waren. De vraag is alleen hoeveel hoger.

Zonder de bespiegelingen in de [marktupdate van juni](#) over te doen, is het een stuk interessanter om de marktverwachtingen eens nader onder de loep te nemen. In de grafiek rechtsonder zien we bijvoorbeeld dat zogeheten zero-coupon inflatieswaps aangeven dat de ECB haar inflatiedoelstelling “nooit” meer gaat halen. Op dit moment is de verwachte gemiddelde inflatie voor de komende 50 jaar bijna 3% en deze ligt hiermee bijna 1% boven de doelstelling van de ECB van 2%.



Een interessant gegeven, zeker als we weten dat de kerninflatie, sinds deze vanaf 1996 Europabreed wordt bijgehouden, gemiddeld slechts 1,5% was. Na de financiële crisis in 2008-2009 stelde de ECB ruim een decennium lang alles in het werk om inflatie in het Eurogebied omhoog te krijgen en overheerste de angst voor de(sin)flatie.

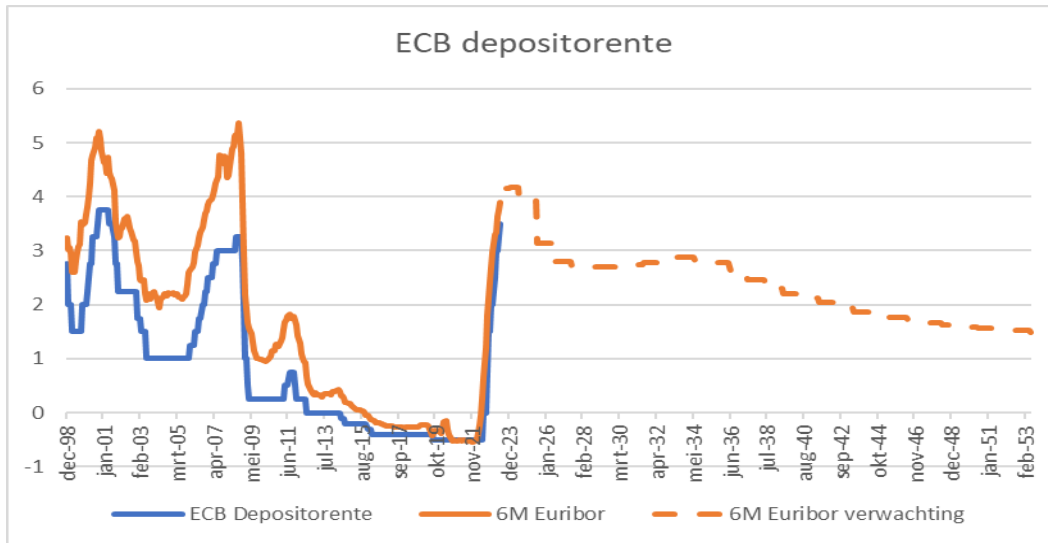


“... En daarom zullen beleidsrentes niet snel dalen”... toch?

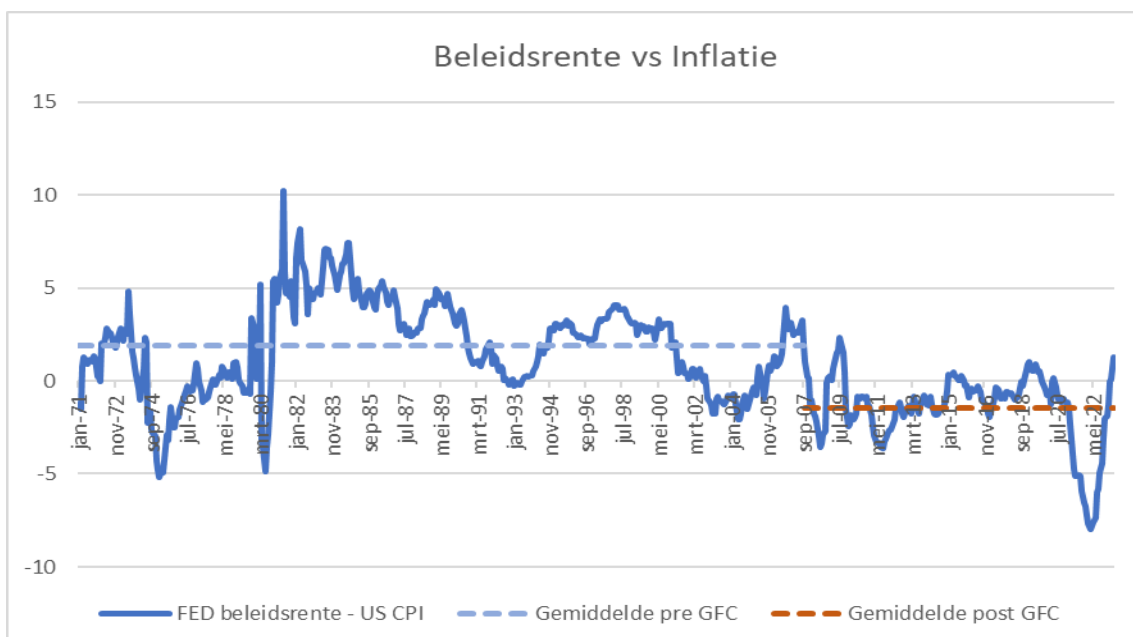
Het is verleidelijk om de discussie over loon-prijs spiralen, demografie, overgang naar duurzame energie, hogere defensie-uitgaven, technologische ontwikkelingen en (de)globalisatie in te duiken, maar eerst de focus op marktverwachtingen.

Mogelijk is de “3% inflatie voor altijd” een anomalie van de niet heel liquide markt voor inflatieswaps. Daarom is het verstandig om bevestiging te zoeken in andere meer liquide markten, bijvoorbeeld de markt voor renteswaps. Daar zien we het onderstaande beeld op basis van de 6-maands Euribor, die sinds de invoering van centrale clearing dicht bij de ECB depositorente beweegt en daarmee een aardige benadering is voor de toekomstige depositorente. Hier zien we dat beleidsrentes naar verwachting op korte termijn zullen pieken en daarna een daling inzetten naar op den duur 1,5%. Als we kijken naar historisch centrale bank cycli van de FED en de ECB, dan zijn er geen “easing cycles” te vinden waarbij rentes zo langzaam en zo beperkt daalden. Daarmee lijkt het door de markten voorspelde pad onwaarschijnlijk. Een uitleg is dat het huidige verwachte rentepad een gemiddelde is van (i) een scenario waarbij inflatie snel onder controle komt en beleidsrentes dalen en (ii) een scenario waarbij inflatie langer hoog blijft en beleidsrentes verder moeten worden verhoogd.

We zouden ons kunnen afvragen of de verwachte beleidsrentes enigszins consistent zijn met de inflatieverwachtingen. Als inflatie te hoog blijft, dan zal de ECB een meer restrictief beleid moeten voeren. Maar bij de combinatie van oplopende inflatieverwachtingen en dalende beleidsrentes is geen logisch economisch verhaal te maken. Daarom zoomen we nu in op het verschil tussen rente- en inflatieniveaus.



Normaal gesproken is er een sterk verband tussen beleidsrentes en inflatie, omdat centrale bankiers beleidsrentes gebruiken om inflatie richting hun doelstelling te sturen, maar er is geen wetenschappelijk herleidbaar evenwichtsniveau. Als we naar een lange historie kijken voor de Verenigde Staten, dan zien we dat er bovendien een groot verschil zit in de periode voor de grote financiële crisis van 2008-2009 en de periode erna. Over de hele historie ligt de beleidsrente 0,9% boven de gerealiseerde inflatie, maar dit is het gemiddelde van bijna 40 jaar met een verschil van +1,9% en 15 jaar van extreem ruim monetair beleid met een verschil van -1,5%. Dit is te zien in de grafiek op de volgende pagina. Als we aannemen dat het zeer ruime monetaire beleid van de afgelopen 15 jaar geen maatstaf is voor de komende decennia, dan kunnen we in ieder geval de conclusie trekken dat een beleidsrente van 1,5% historisch gezien geen renteniveau is dat past bij een inflatie van 3%. De huidige ingeprijsde rente- en inflatieverwachtingen zijn ons inziens dus niet consistent.



“This time is echt wel different”, of speelt er iets anders?

Het zou kunnen dat de historie weinig vertelt over de toekomst en dat er uiteindelijk een prima verklaring is voor de verwachte lagere rente en hogere inflatie. Marktverwachtingen zijn namelijk, hoewel ze zeker geen perfecte voorspellers zijn, in het algemeen vrij goed. Maar marktverwachtingen zijn uiteindelijk ook het resultaat van de acties van marktparticipanten. Dit zijn mensen met al hun emoties, krachten en tekortkomingen.

De snelle en enorme inflatiestijging en bijbehorende rentebeweging van de afgelopen twee jaar was voor veel mensen een schok. In de Draghi-tijd deed ieder zichzelf respecterende econoom een onderzoek naar een Japan-scenario in Europa en was er een breed verspreid geloof dat rentes, net als in Japan, nooit meer naar “normale” niveaus zouden gaan bewegen. Ook was het beleggen in inflatiegerelateerde instrumenten een meerjarig hoofdpijndossier. Het geloof in blijvend lage rentes en inflatie manifesteerde zich op allerlei gebieden. Prijzen van swaptions, instrumenten die veel worden gebruikt om beleggingsportefeuilles te beschermen tegen grote rentebewegingen, waren historisch laag. Ook was er een recordvraag naar (en daarmee aanbod van) zeer langlopende leningen, dit is niet heel vanzelfsprekend als de koper een hogere renteverwachting heeft. Het was daarom niet verrassend dat tijdens de rentestijging in 2022 er dagelijks geruchten in de markt waren over partijen die in lichte paniek hun rentepositie bijstuurden, nadat dit jarenlang niet nodig was geweest. Vergelijkbare geluiden klonken door vanuit de inflatiehandelaren bij verschillende grote financiële partijen. Na jaren van desinteresse waren inflatiebeleggingen opeens weer populair.

Deze periode heeft ongetwijfeld haar sporen nagelaten in de hoofden van betrokkenen. Net zoals mensen zich in de Draghi-tijd niet konden voorstellen dat rentes ooit nog zouden stijgen, kan eenzelfde “recency bias” (dat is het fenomeen dat mensen het belang van recente waarnemingen overschatten bij het inschatten van toekomstige ontwikkelingen) er nu toe hebben geleid dat prijzen van financiële instrumenten, en daarmee de geïmpliceerde marktverwachtingen, scheef zijn getrokken.

Samenvatting

Er lijkt een duidelijke inconsistentie te zijn tussen de huidige rente- en inflatieverwachtingen. Terwijl rentemarkten aangeven dat de ECB, weliswaar gesaagd, haar rente zal verlagen in de komende jaren, laten de inflatiemarkten een langzaam stijgende inflatie zien die “nooit” bij de ECB doelstelling in de buurt komt.

De komende jaren zullen uitwijzen of er na de coronacrisis en andere ontwikkelingen inderdaad sprake is van een andere wereld met lage rentes en hoge inflatie, of dat de inconsistentie zal verdwijnen doordat ofwel rentes hoger worden dan gedacht, ofwel inflatie daalt (of een combinatie van beiden). Voor beide scenario's is een verhaal te maken, maar vanzelfsprekend zullen ze niet allebei uitkomen.

In het geval dat deflatoire krachten, die jarenlang inflatie laag hebben gehouden, nu zijn afgenomen (doordat er meer wordt geïnvesteerd in onder andere de transitie naar duurzame energie en het versterken van de defensie) en er daarnaast inflatoire druk komt vanuit deglobalisatie, zullen rentes ook aanmerkelijk hoger zijn en blijven dan we jarenlang gewend waren en moet de rentemarkt fors opwaarts herprijzen.

In het geval dat inflatie toch sneller dan verwacht onder controle komt en de wereld, ondanks het coronavirus en andere ontwikkelingen, verbazingwekkend weinig veranderd is ten opzichte van de pre-corona jaren, zullen inflatieverwachtingen moeten dalen en doen partijen die in de haast inflatiebeleggingen hebben gekocht er verstandig aan deze weer van de hand te doen.

De schrijver van dit stuk doelt op het tweede scenario van dalende inflatie, maar tegelijkertijd zijn de files in Nederland inmiddels weer langer dan de pre-corona niveaus, een bevestiging dat mensen vooral blijven doen wat ze al deden. Per saldo is de wereld wel iets, maar niet veel veranderd. In dit scenario zal de verwachte ECB beleidsrente, eerder beschreven als een gemiddelde van een hoog- en een laag inflatie scenario, ook een neerwaartse tendens laten zien.