

Vertrekkende Klaas Knot voorziet ‘echt ingewikkelde’ laatste vergadering Europese Centrale Bank in juni

DNB-president Klaas Knot bezocht afgelopen week na veertien jaar zijn laatste IMF-vergadering in Washington. De handelsoorlog was het dominante thema tijdens de bijeenkomst, waar de Nederlander op cake en champagne werd getrakteerd.

Marijn Jongsmā
Washington D.C.

De handelsoorlog plaatst centrale banken voor een dilemma. Een renteverlaging kan de economische gevolgen verzachten, maar wat als importheffingen de inflatie opjagen? Klaas Knot, president van De Nederlandsche Bank, denkt dat zijn laatste vergadering bij de Europese Centrale Bank in juni ‘echt ingewikkeld gaat worden’.

Het FD spreekt Knot tijdens de voorjaarsvergadering van het Internationaal Monetair Fonds in Washington – na veertien jaar de laatste die hij in zijn huidige functie zal meemaken. Gita Gopinath, plaatsvervangend IMF-directeur, hield een toespraak en liet cake en champagne bezorgen. ‘Daar moest ik wel even van blozen, ja.’ Om er met Groningse nuchterheid aan te voegen: ‘Na twee termijnen zit het er gewoon op, daar ga ik verder geen discussie over voeren.’

Wel over de mogelijke gevolgen van de handelsoorlog. Het nachtmerriescenario voor het IMF en de Wereldbank – een vertrek van de Verenigde Staten – is uitgebleven. Maar dat maakt de Amerikanen niet minder kritisch.

V Scott Bessent, de Amerikaanse minister van financiën, vindt dat het IMF te veel is afgedreven van haar oorspronkelijke taken, onder meer door de focus op klimaatverandering.

‘Alles wat macro-economische effecten heeft, behoort tot het werkterrein van het IMF. Er zijn kleine lidstaten waar de fysieke schade van orkanen meer dan 100% van het bbp is. Kijk je naar de cijfers van herverzekeraars, dan zie je dat de schade door extreem weer exponentieel toeneemt. Dus dat het IMF dat onderwerp meeneemt, staat voor mij totaal niet ter discussie. Misschien hebben ze er iets te veel nadruk op gelegd naar buiten toe.’

V De handelsoorlog heeft ertoe geleid dat de dollar recentelijk zwaar onder druk stond en de Amerikaanse marktrente snel opliep. Hoe dicht waren we bij een financiële crisis?

‘Er zijn wel momenten geweest waarin het zo hard ging, dat het tot ongelukken had kunnen leiden. De rente op Amerikaanse staatsobligaties is een ankerpunt voor andere rentes in de VS, en als bedrijven en huishoudens zich op zo’n moment moeten herfinancieren, kunnen ze in de problemen komen. En dan zijn er nog partijen, zoals pensioenfondsen, die zich indekken



DNB-president Klaas Knot FOTO: NOAH WILLMAN
VOOR HET FD

ten denken dat de importheffingen de inflatie opjagen, anderen beweren het omgekeerde.

‘Misschien moeten we gewoon eerlijk zijn: we weten het nog even niet. Om te beginnen weten we niet hoe hoog de tarieven worden. Ze worden opgelegd, weer teruggetrokken, voor negentig dagen gepauzeerd. Wat er in die negentig dagen gaat gebeuren is onduidelijk. Het is dus heel moeilijk om de directe effecten op groei en inflatie in kaart te brengen.’

Knot waagt toch maar een poging. ‘De huidige situatie is een beetje vergelijkbaar met de pandemie. Net als bij lockdowns is er sprake van een lagere vraag, ditmaal door de onvoorspelbaarheid van het beleid. Dat leidt ertoe dat huishoudens hun grote aankopen, en bedrijven hun investeringen gaan uitstellen. Dat drukt de inflatie.’

‘Maar de handelsrestricties zelf, dat zijn negatieve aanbodschokken. Dat was bij de pandemie ook zo, want fabrieken gingen dicht en internationale toeleveringsketens kwamen stil te liggen. Dat leidt juist tot hogere prijzen. Het is opnieuw een situatie waar je twee schokken door elkaar hebt, en het effect op de inflatie wordt uiteindelijk bepaald door welke van de twee gaat domineren.’

V En hoe pakt dat naar verwachting uit?

‘Op korte termijn is het 100% zeker de vraagshock die gaat domineren. Dus op korte termijn zal de inflatie omlaaggaan.



‘Als wij als Europa de importheffingen gaan vergelden, dan leggen we onszelf een hogere inflatie op’



‘Dat het IMF klimaatverandering als onderwerp meeneemt, staat voor mij totaal niet ter discussie’

tegen een dalende rente. Loopt de rente op, dan moeten ze extra onderpand storten als garantie dat ze hun tegenpartij in deze transactie uiteindelijk kunnen betalen. *Margin calls*. Heb je dat geld niet, dan ga je obligaties verkopen waardoor de rente nog verder stijgt. Er is een soort kantelpunt, en als je daar voorbijkomt ontstaat een negatieve spiraal. We zijn daar niet gekomen, waarschijnlijk omdat Trump op tijd op zijn schreden is teruggekeerd. De markten zijn blijven functioneren, maar dankzij die beleidsdraai.’

V Daarna zaaide Donald Trump nieuwe onrust, door publiekelijk Fed-voorzitter Jerome Powell aan te vallen omdat hij de rente niet snel genoeg zou verlagen. Hoe gevaarlijk is het als politici zich bemoeien met onafhankelijke centrale banken?

‘Kijk naar het verschil in de kosten van het terugbrengen van de inflatie in de jaren zeventig versus de afgelopen vijf jaar. Zowel in de jaren zeventig als de afgelopen vijf

jaar hadden we een enorme inflatieschok door hogere energieprijzen: toen olie, nu gas. Destijds waren centrale banken totaal niet geloofwaardig en bleven de inflatieverwachtingen heel hoog. Niemand geloofde dat centrale banken, zeker de Fed niet, de inflatie serieus weer op 2% zouden brengen.’

‘Toen had je dus vervolgens een Paul Volcker (destijds Fed-voorzitter, red.) nodig die de rente enorm verhoogde. Een zeer pijnlijk beleid dat tot 10% werkloosheid leidde. Dit keer hadden we wel onafhankelijke centrale banken, bleven de inflatieverwachtingen best goed liggen en bleef de werkloosheid laag.’

Wanneer ontspreken inflatieverwachtingen? Als beleggers, huishoudens en bedrijven denken dat centrale bankiers doen wat politici willen, zegt Knot. ‘Dus de rente wat verlagen om de economie op korte termijn te stimuleren, waarbij een hogere inflatie op langere termijn wordt geaccepteerd. De tragiek in de VS is dat de inflatie daar op

weg was naar de 2%. Door de importheffingen kan dat aan het einde van het jaar weer tussen de 3% à 4% zijn. Dan kan Powell niet anders zeggen dan: sorry, maar ik kan niet zo doorgaan met het verlagen van de rente.’

V We komen uit een periode van hoge inflatie. Kan het daardoor ook weer sneller terugkomen?

‘Econoom Alan Blinder zei ooit: “Er is sprake van prijsstabiliteit wanneer niemand over inflatie praat.” Dat was de situatie in de eerste tien jaar van mijn termijn. Als mensen zich niet bewust zijn van de inflatie dan gaan ze zichzelf ook niet indekken. Maar als jij de hele tijd nadenkt over inflatie dan ga je automatische prijscompensatie eisen, en onvoorwaardelijke indexatie van je pensioen. En dat vermindert het aanpassingsvermogen van de economie.’

V Wat betekent de handelsoorlog voor het monetaire beleid? Sommige analis-

Maar bij de ECB richten wij ons op de inflatie op middellange termijn. Ook dan zijn er nog neerwaartse risico’s. Als de economie inzakt en fabrieken meer overcapaciteit hebben, dan daalt de inflatiedruk. Daar komt bij dat de euro recent in waarde is gestegen. Dat maakt importen goedkoper. Energieprijzen zijn ook gedaald. Of dat zo blijft is allemaal speculatief.’

‘Maar als het echt gaat om het opbreken van internationale waardeketens, dan zijn we allemaal duurder uit – niet alleen het land dat de importheffingen oplegt. En als wij als Europa gaan vergelden, dan leggen we onszelf een hogere inflatie op. En dan zijn er nog de wijzigingen in het begrotingsbeleid: het Europese bewapeningsplan ReArm Europe en het buitenspel zetten van de Duitse *Schuldenbremse* jagen de vraag aan. Op middellange termijn zijn de inflatierisico’s toch echt wel tweezijdig. Ik denk dat de junivergadering van de Europese Centrale Bank echt ingewikkeld gaat worden.’