

fd.nl

Centrale bankiers kunnen kelderende obligatiekoersen niet voorkomen

Joost van Kuppeveld

6-8 minuten

Hoe kan een groots monetair experiment worden afgebouwd zonder dat de financiële markten in paniek schieten? Het is misschien wel de grootste uitdaging waar de grote centrale banken voor staan.

Want de val in obligatiekoersen hield deze week aan. De uitverkoop van staatsobligaties werd vorige week in gang gezet door de president van de Europese Centrale Bank zelf. In een speech op het jaarlijkse ECB-forum in Sintra [vertelde Mario Draghi](#) dat dankzij de aantrekkende economie de parameters van het monetaire beleid konden worden aangepast zonder dat de stimulans die van dat beleid uitgaat eronder zou lijden.

Duitse tienjaars hoger





ECB-president Draghi zette met zijn opmerkingen in Sintra de markten in beweging. Hollandse Hoogte

Een open deur vanjewelste. Natuurlijk zorgt een economische opleving ervoor dat het monetaire gaspedaal minder hard hoeft te worden ingetrapt, als alles verder hetzelfde blijft. Beleggers besloten echter dat dit een signaal was dat het de ECB ernst was met het verkrappen van het beleid en zo kon het gebeuren dat de Duitse tienjaarsrente in een week verdubbelde en in de slipstream daarvan ook de Amerikaanse, Engelse en ook Nederlandse obligatiekoersen onder druk zette.

En dat ondanks alle pogingen die vorige en deze week werden gedaan om de opmerkingen van Draghi in perspectief te plaatsen. Want had Draghi niet ook gezegd dat het huidige

beleid constant zou moeten zijn en dat de parameters op een prudente manier zouden moeten worden aangepast? En had niet de grootste 'havik' onder de leden van het beleidscomité van de ECB, Jens Weidmann van de Bundesbank, niet ook geroepen dat een zeer ruim beleid op dit moment passend was?

Notulen

Het hielp allemaal niks, de geest was uit de fles en die liet zich niet meer vangen. Ook de donderdag gepubliceerde ['notulen' van de ECB-vergadering van juni](#) - het zijn geen echte notulen, maar een geanonimiseerd verslag van de discussie dat volledig in ECB-jargon is geschreven - gooiden verder olie op het vuur. Het gegeven dat er was gediscussieerd om ook de mogelijkheid tot verdere uitbreiding van het obligatie-opkoopprogramma te schrappen werd door de markt opgevat als 'hawkish', ook al was de ECB niet eens overgegaan tot het daadwerkelijk schrappen van die mogelijkheid.

De centrale bank koopt nu maandelijks voor €60 mrd aan voornamelijk staatsobligaties op en de beschikbaarheid daarvan begint op te drogen.

ECB-watchers waren minder onder de indruk. Elwin de Groot van Rabobank schreef: 'Alles afwegend geloven wij niet dat Draghi's speech een plotselinge gedachteverandering was, maar het onderschrijft weer ons idee dat de ECB zijn verhaal aan het aanpassen is.' En in het gegeven dat de ECB de parameters kan aanpassen - lees: het opkoopprogramma kan afbouwen - zonder dat dit verkrappend werkt voor de financiële condities, ziet Carsten Brzeski van ING juist 'het ideale argument' om de markten voor te bereiden op de afbouw van het monetaire beleid.

Noodzaak afbouwen zonneklaar

Want dat de ECB moet gaan afbouwen, is zonneklaar. De economische groei is boven verwachting. Dat de inflatie daarbij achterblijft, is voor een deel van het beleidscomité, de 'haviken', geen argument. Die inflatie blijft namelijk uit doordat de loongroei vrij beperkt is. De reden daarvoor is dat er te veel overcapaciteit is op de arbeidsmarkt en dat kan nog wel even duren. De vraag is of dat proces kan worden versneld door maar liquiditeit in het financiële systeem te pompen, met alle risico's van zeepbellen op de markten van dien.



Banenmarkt in de VS. De werkloosheid is er licht opgelopen, naar 4,4%. Reuters

Maar het grootste probleem is dat de ECB helemaal de tijd niet heeft om te wachten tot de inflatie aantrekt. De centrale bank koopt nu maandelijks voor €60 mrd aan voornamelijk staatsobligaties op en de beschikbaarheid daarvan begint op te drogen. De ECB moet nu al schipperen met de zelf opgelegde regels om het bedrag elke maand te halen. Afbouw zal dus volgen, tenzij de centrale bank gaat experimenteren met het

kopen van aandelen, zoals de Japanse en Zwitserse centrale bank bijvoorbeeld doen. Maar dat zullen de haviken niet laten gebeuren. Het zou een storm van protest opleveren in de noordelijke eurozone en een golf aan zaken voor het Duitse constitutionele hof in Karlsruhe.

Soortgelijke problemen voor Fed

In de Verenigde Staten kampt de Federal Reserve met een soortgelijk probleem, al zijn ze daar een stuk verder in de cyclus. De diverse opkoopprogramma's zijn al in 2013 beëindigd, maar alle aankopen van toen hebben gezorgd voor beleggingen ter waarde van \$4500 mrd op de balans. Ook is daar de rente al drie keer verhoogd. Bovendien is de werkloosheid er een stuk lager. Vrijdag bleek uit het arbeidsmarktrapport dat het werkloosheidspercentage iets was opgelopen, van 4,3 naar 4,4. Maar ook in de Verenigde Staten blijft de inflatie achter en ook daar is de loongroei de boosdoener.

Maar daar speelt meer. Het onvoorspelbare optreden van president Donald Trump en het uitblijven van parlementaire steun voor zijn ambitieuze plannen zorgen voor twijfel over de toekomstige economische groei. Het hele idee dat 'Trumpflation' zou kunnen zorgen voor grote economische groei en een verdere normalisering van de rente door de Fed ligt zo goed als in de prullenbak.

Waar de ECB nog aan het opkopen is, wil de Fed de balans van \$4500 mrd gaan afbouwen.

Derde renteverhoging

Maar vooralsnog ziet de Fed geen reden om de normalisering van het monetaire beleid te vertragen. De centrale bank houdt

nog steeds vast aan een derde renteverhoging later dit jaar en drie stappen van 25 basispunten in 2018. Volgens de Fed zijn de groeivertraging en de tegenvallende inflatiecijfers van tijdelijke aard en zullen de lonen en de inflatie gaan stijgen als de groei weer aantrekt.

Maar waar de ECB nog aan het opkopen is, wil de Fed die balans van \$4500 mrd gaan afbouwen. Dat zal gebeuren door de opbrengsten van aflossende obligaties niet opnieuw te investeren. Dat gebeurt nu nog wel. De Fed zal dat zeer geleidelijk gaan doen, om te beginnen met \$10 mrd per maand en dat bedrag wordt dan per kwartaal opgevoerd met weer \$10 mrd.

Wanneer dat proces gaat beginnen, is nog niet duidelijk. Daarom zullen de markten volgende week aan de lippen van Fed-voorzitter Janet Yellen hangen. Zij legt dan in het parlement verantwoording af voor haar beleid en kan de gelegenheid te baat nemen om eventuele mispercepties van de markten te corrigeren.

