Een nieuwe koers voor de Federal Reserve onder Kevin Warsh

Beschrijving

Gisteren is Kevin Warsh beÃ«digd als de zeventiende voorzitter van de Federal Reserve. De ceremonie vond plaats in het Witte Huis â?? voor het eerst sinds Alan Greenspan in 1987 de eed aflegde voor president Reagan. Recente Fed-voorzitters deden dat altijd in de centrale bank zelf, als symbool van onafhankelijkheid. President Trump probeerde zorgen weg te nemen: â??Ik wil dat Kevin volledig onafhankelijk is. Kijk niet naar mij. Doe gewoon je ding.â?• Maar de locatie sprak voor zich. Beleggers wereldwijd zien in Warsh niet iemand die Trump naar de mond praat, maar een hervormingsgezinde centrale bankier met een duidelijke langetermijnvisie.

Wie is Kevin Warsh?

Warsh is geen onbekende in de financiÃ«le wereld. Als voormalig bankier bij Morgan Stanley, jurist en fellow aan het conservatieve Hoover Institution van Stanford combineert hij kennis van de vrije markt met ervaring als centrale bankier. In 2006 benoemde president George W. Bush hem als jongste Fed-gouverneur ooit, op 35-jarige leeftijd. Hij steunde de eerste ronde van kwantitatieve verruiming na de financiÃ«le crisis van 2008, maar verzette zich tegen een tweede ronde in 2010 en trad in 2011 af. Sindsdien is zijn kritiek op de Fed alleen maar scherper geworden.

De terugkeer van het monetarisme

De intellectuele basis van Warsh is het monetarisme van Milton Friedman, die in 1963 formuleerde dat inflatie altijd en overal een monetair verschijnsel is. De kern van die gedachte is de kwantiteitstheorie van geld: een te snelle groei van de geldhoeveelheid werkt uiteindelijk door in prijzen, mits de omloopsnelheid van geld stabiel blijft. Van ongeveer 1959 tot 1991 klopte die aanname redelijk goed.

Vanaf 1991 werd het ingewikkelder. FinanciÃ«le innovatie, deregulering en de globalisering van kapitaalmarkten maakten de omloopsnelheid van geld structureel onstabiel. Na de financiÃ«le crisis van 2008 verdrievoudigde de Fed haar balans, maar bleef de inflatie jarenlang laag â?? simpelweg

omdat banken hun reserves oppotten in plaats van uit te lenen. Jerome Powell trok in 2021 de logische conclusie: M2-groei had geen belangrijke implicaties meer voor de economische vooruitzichten. Monetarisme was iets wat beleidsmakers moesten â??afleren.â?•

Dat afleren bleek een vergissing. Terwijl Powell sprak, groeide M2 met 26,8 procent op jaarbasis â?? een stijging die zelden eerder was voorgekomen. Binnen een jaar schoot de inflatie op naar bijna 8 procent. Warsh parafraseerde oud-voorzitter Paul Volcker in zijn Senaatshoorzitting: je zou een doctoraat van een elite-universiteit nodig hebben om te geloven dat inflatie niets met geld te maken heeft.

Toch is Warsh geen dogmatische monetarist. Hij pleit niet voor een vaste geldgroeiregel, maar voor wat economen â??praktisch monetarismeâ?• noemen: rentebeleid als primair instrument, maar met de geldhoeveelheid als kompas dat beleidsmakers niet langer mogen negeren.

Kwantitatieve verruiming: de grote fout

De rode lijn van Warsh is quantitative easing in vredestijd. De pandemische QE noemde hij â??de grootste macroeconomische beleidsfout in 45 jaar.â?• Jarenlang kunstmatig lage rentes hebben volgens hem massale risicobereidheid aangewakkerd en van Amerika feitelijk een oligarchie gemaakt. De zogenoemde Magnificent Seven (Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia en Tesla) groeiden mede groot dankzij goedkope leningen waarmee zij concurrenten konden opkopen. Apple had in november 2008 een beurswaarde van circa 82 miljard dollar; nu nadert die de 4.000 miljard. Dat is geen autonome groei, maar het langetermijneffect van monetair beleid.

Het technische plan: balans krimpen Ã©n rente verlagen

Warsh wil de balans van de Fed, inmiddels 6.700 miljard dollar, actief afbouwen via verkoop van staatsobligaties en hypotheekgedekte effecten. Tegelijkertijd wil hij de rente verlagen die de Fed betaalt op de 3.100 miljard dollar aan reservesaldi van commerciÃ«le banken â?? momenteel 3,65 procent voor wat in wezen een risicoloze belegging is. Lagere vergoeding op reserves drijft banken richting staatspapier, verhoogt de vraag daarnaar en drukt zo de marktrente. Door daarbij M2-groei nauwlettend te volgen, kan de Fed bewaken dat de beleidsmix consistent blijft met lage inflatie Ã©n gezonde economische groei. Balansreductie en renteverlaging worden zo twee kanten van dezelfde munt â?? al is de ironie dat een snelle afbouw van de balans de rente op hypotheken aanvankelijk juist omhoog duwt.

De uitdagingen: inflatie, verdeeldheid en politieke druk

De wereld die Warsh aantreft is moeilijker dan de wereld waarin hij zijn visie formuleerde. Uren voor zijn beÃ«diging gaf Fed-gouverneur Christopher Waller aan open te staan voor renteverhogingen als de inflatie aanhoudt. De consumentenprijzen stegen in april met het grootste maandelijkse tempo in drie jaar. De Fed mist haar doelstelling van twee procent al meer dan vijf jaar. Met vier dissidenten bij de vergadering van april, het meest verdeelde beleidscomitÃ© sinds 1992, prijst de markt momenteel

een kans van 84 procent in dat de eerstvolgende rentestap omhoog gaat, niet omlaag.

Ook intern is de weg lang. Warsh moet achttien collegaâ??s meekrijgen in het Federal Open Market Committee. Fed-gouverneur Michael Barr noemde het verkleinen van de balans het verkeerde doel en waarschuwde voor financiÃ«le stabiliteitsrisicoâ??s. De dot plot, de renteverwachtingsgrafiek die Warsh het liefst afschaft, overleefde al eerder een hervormingspoging van Jerome Powell.

Dan is er de vraag naar zijn onafhankelijkheid. Senator Elizabeth Warren noemde hem Trumps â??sok-marionet.â?• Warsh stelt dat Trump hem nooit heeft gevraagd de rente te verlagen. Of dat standhoudt onder politieke druk, zal de tijd leren.

Wat betekent dit voor beleggers?

Critici van het monetarisme wijzen erop dat inflatie in de moderne economie evenzeer kan voortkomen uit geopolitieke schokken, verstoringen van aanvoerketens en arbeidsmarkttekorten als uit veranderingen in M2. De instabiliteit van de omloopsnelheid van geld sinds 1991 heeft de voorspellende kracht van monetaire aggregaten sterk verminderd. Extreme geldgroei kan inflatoir zijn, maar dat bewijst niet dat gematigde schommelingen in M2 onder normale omstandigheden betrouwbaar inflatie voorspellen.

Toch zou het onverstandig zijn om Warsh te onderschatten. Zijn monetarisme is geen dogma maar een filosofisch anker: een voorkeur voor regels boven discretie, voor discipline boven accommodatie, voor een Fed die haar eigen grenzen kent. Als hij erin slaagt de instelling geloofwaardiger te maken, is dat op termijn goed nieuws voor risicovolle beleggingen.

Het Warsh-tijdperk moet niet worden beoordeeld op basis van de eerstvolgende rentebeslissing. Warsh denkt in jaren, niet in vergaderingen. Het debat over monetarisme dat hij heeft heropend is waardevol. Niet omdat Friedman altijd gelijk heeft, maar omdat het beleidsmakers dwingt een ongemakkelijke waarheid onder ogen te zien: geen enkele economische theorie is immuun voor verandering, en een centrale bank die haar eigen gereedschapskist niet kritisch evalueert, maakt vroeg of laat dezelfde fout opnieuw.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer

Abonneer op deze nieuwsbrief via

www.aureus.eu/nieuwsbrief