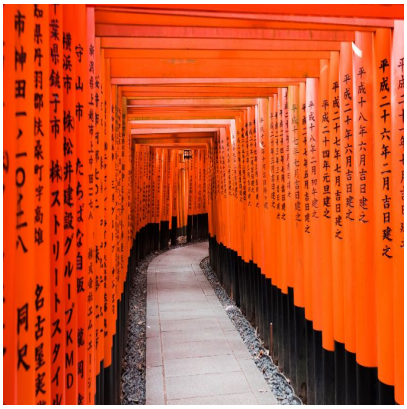
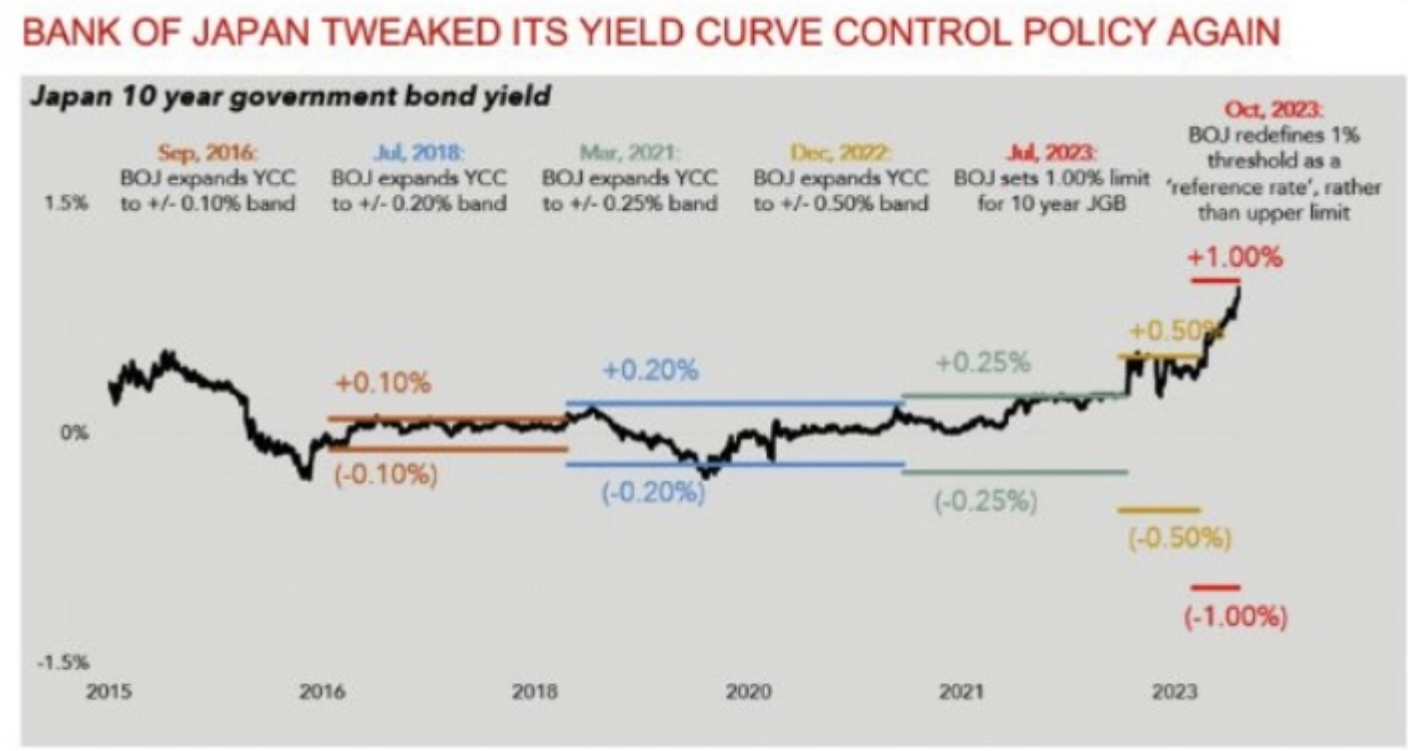


Japan verliest controle over de curve

Beschrijving

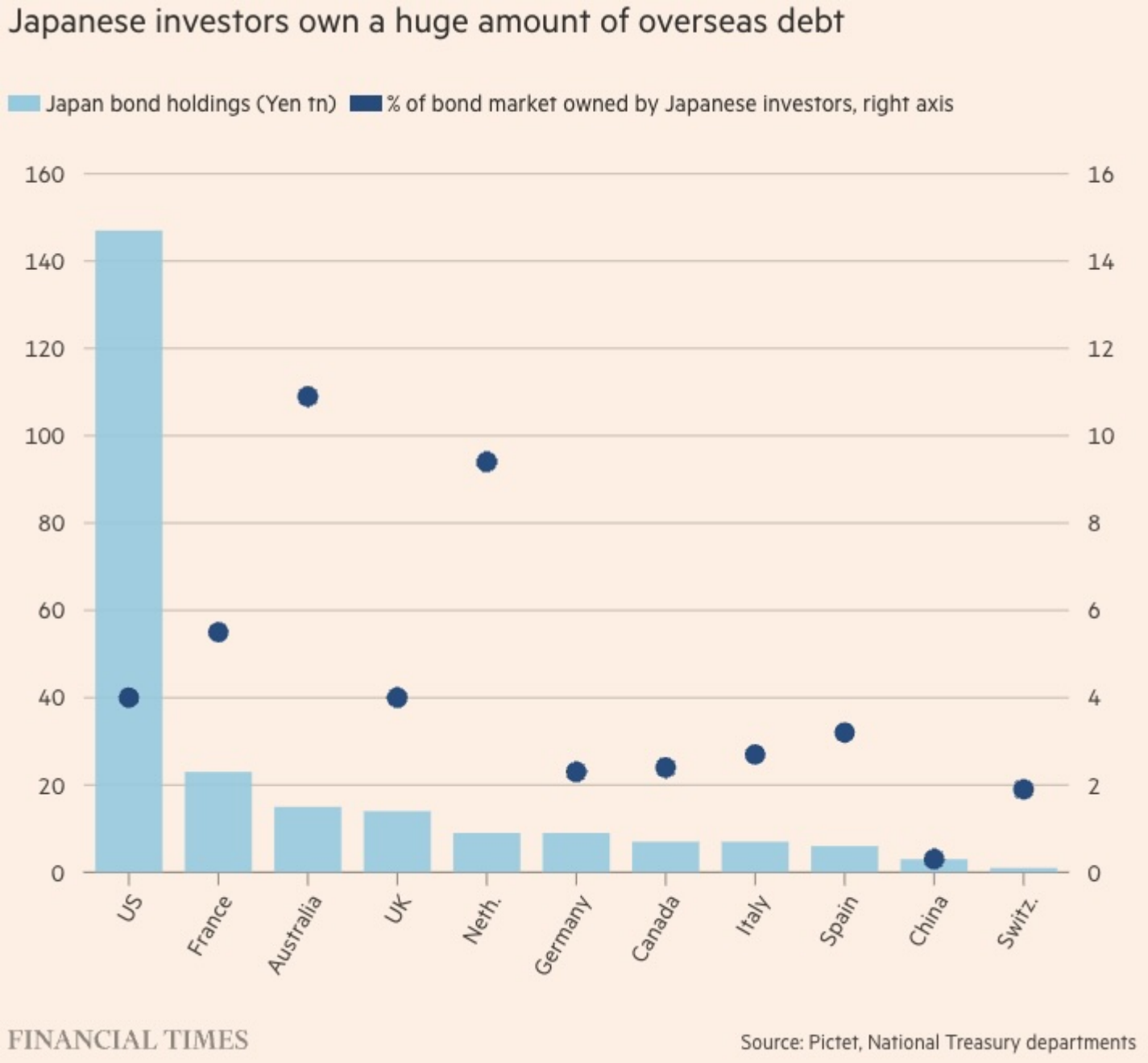
Japan is verder gegaan dan andere landen op het gebied van onconventioneel monetair beleid. Waar de eurozone, het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten zich met behulp van kwantitatieve verruiming vastlegden op de hoeveelheid op te kopen obligaties, ging Japan in 2016 een stap verder met het beleid van Yield Curve Control (YCC). Doordat de Bank of Japan zich vastlegde op de prijs â?? de tienjaarsrente in Japan â?? ging het de verplichting aan om in principe onbeperkte hoeveelheden te kopen, een vorm van QE Unlimited. Afgelopen week wijzigde dat beleid en werd die tienjaarsrente geen doelstelling meer, maar een referentietarief, zonder dat daar dus een verplichting aan zit om onbeperkt te kopen.



Source: MUFG Capital Markets Strategy Team, MUFG GMR

Geen controle meer over curve

De Bank of Japan staat nu toe dat de tienjaarsrente in Japan stijgt tot boven de 1 procent, de doelstelling die in de afgelopen twaalf maanden al twee keer was verhoogd. Japan wil dus effectief geen controle meer over de rentecurve. Het verschil lijkt misschien klein, maar is in de praktijk groot. Op het moment dat een centrale bank de markt weet te overtuigen dat ze onbeperkt zal opkopen, hoeft diezelfde centrale bank niets meer te doen. Die zal zoâ??n belofte niet gaan testen. Op het moment dat er sprake is van een referentietarief is dat feitelijk een uitnodiging voor de markt om te kijken hoever ze kan gaan in het hoger neerzetten van de rente. Afgelopen week daalde de (reÃ«le) rente in de Verenigde Staten en het afschaffen van het YCC-beleid biedt ruimte aan een hogere (reÃ«le) rente in Japan en daarmee is er dus ruimte voor de sterk ondergewaardeerde Japanse yen om te herstellen.

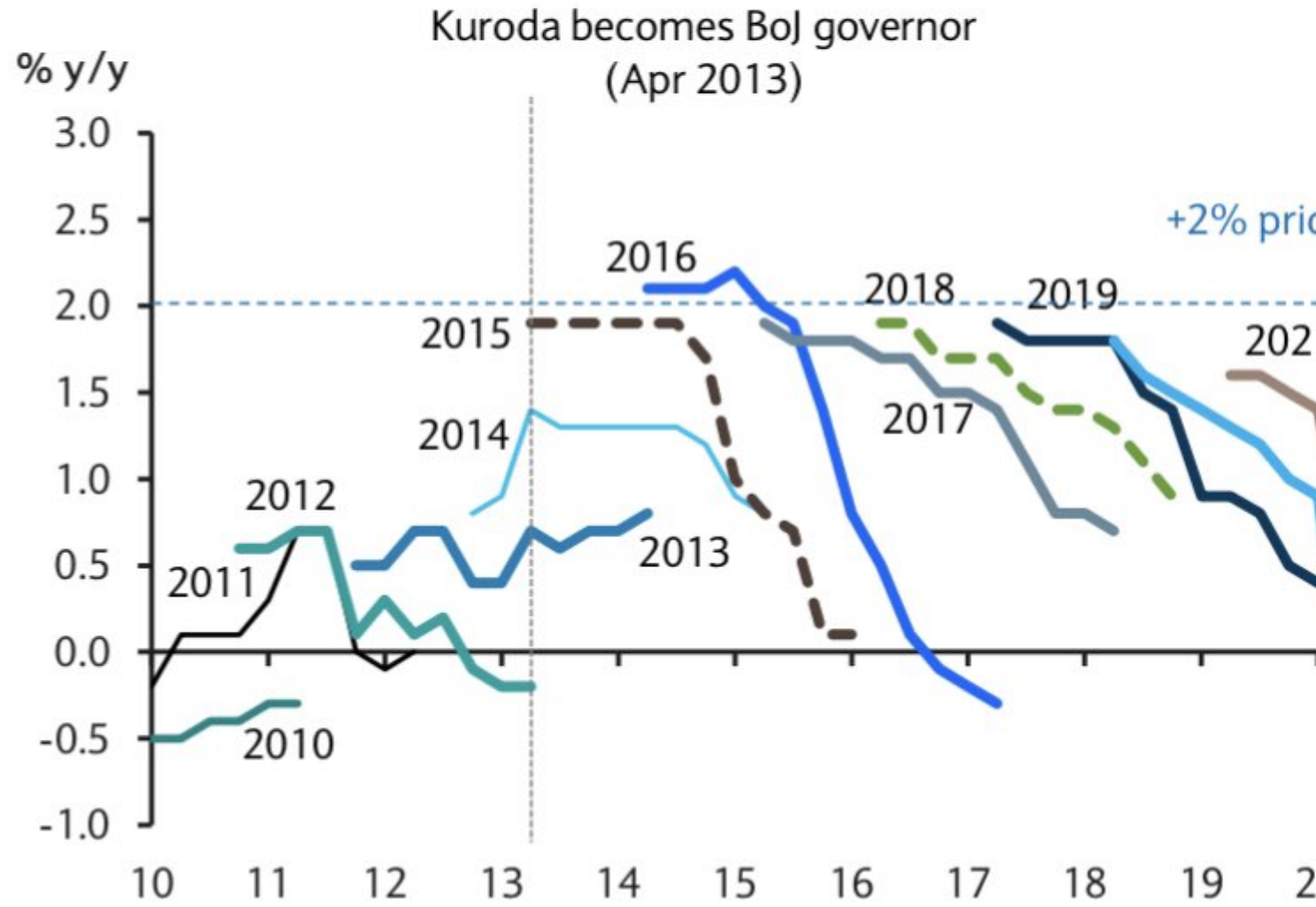


Japanse rente kan beperkt stijgen

De fair value voor de Japanse rente bij de huidige economische omstandigheden ligt op 1 tot 1,5 procent. Daarmee blijft er dus een gat met de rentes buiten Japan, zeker zo lang het beleid buiten Japan is ingesteld op verkrappen. Maar van een draai in dat monetaire beleid buiten Japan, kan ook de yen profiteren. Verder zou een kwantitatieve verkrapping (er is geen centrale bank in de wereld met zoveel obligaties op balans als de BoJ) ook helpen om de yen te laten herstellen. Natuurlijk kan ook de beleidsrente omhoog, maar de BoJ heeft laten zien dat ze liever geen al te grote schokken wil veroorzaken en de voorkeur geeft aan een geleidelijke normalisatie.

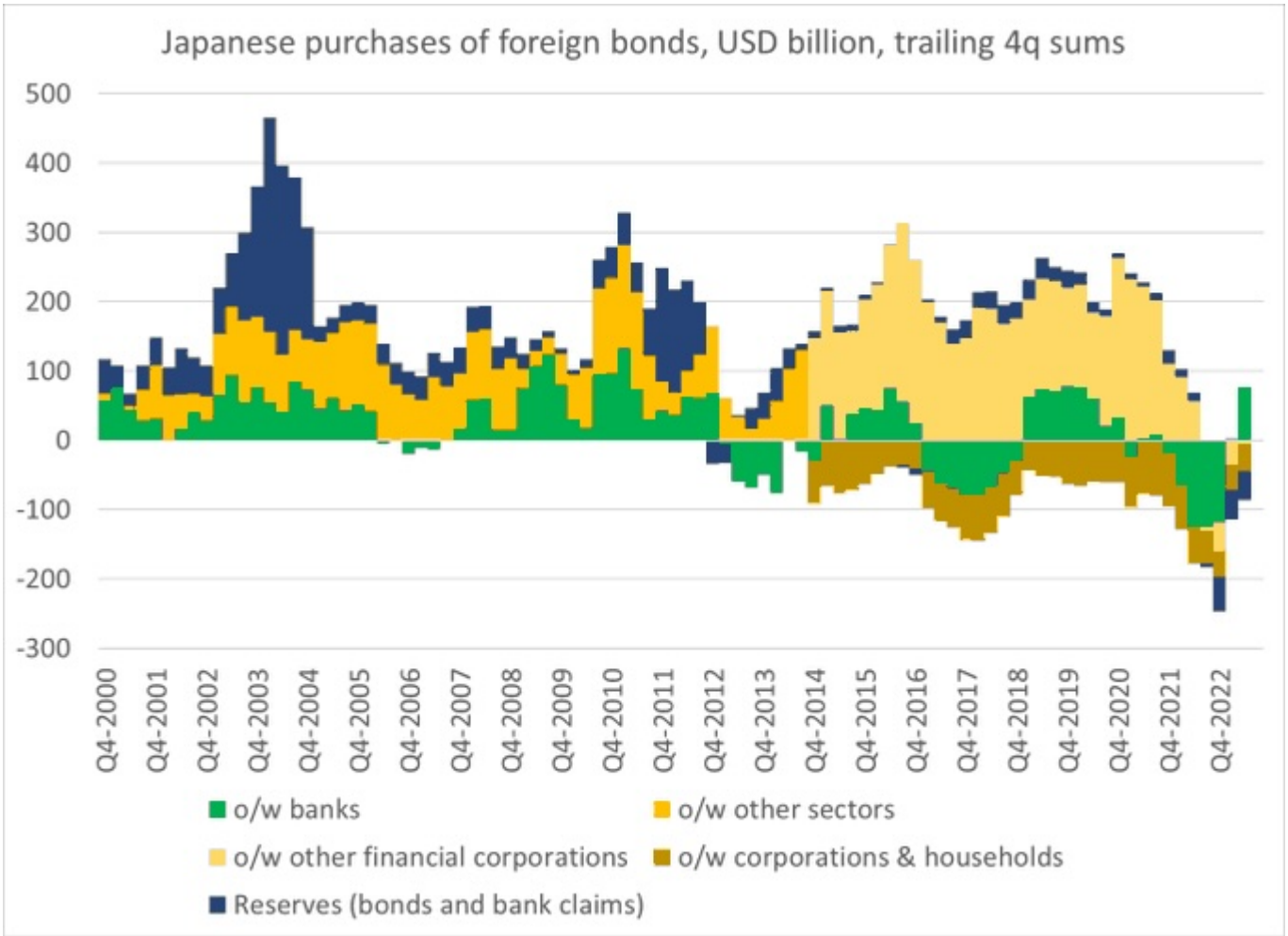
FIGURE 6

The BoJ's CPI inflation forecasts revised sharply upward (past f
Outlook Report)



Eerste renteverhoging in 2024

Voor volgend jaar rekent de markt inmiddels op een eerste renteverhoging. Dan zal ook worden getest in hoeverre de tienjaarsrente door de BoJ nog wordt gezien als een referentietarief. Door deze ontwikkeling neemt de kans toe dat Japanse beleggers afscheid nemen van hun soms omvangrijke posities in (staats)obligaties buiten Japan. Favoriet voor Japanners was altijd AustraliÃ«, waar meer dan 10 procent van alle staatsobligaties in handen zijn van Japanners. Nederland is met 9,3 procent een goede tweede. Verder hebben Japanners maar liefst een derde van alle Amerikaanse bedrijfsobligaties in handen. Het zal niet eenvoudig worden om die om te zetten naar Japanse bedrijfsobligaties want de totale Japanse markt voor bedrijfsobligaties is slechts 826 miljard dollar groot. Het Japanse bedrijfsleven heeft netto nog altijd geen schulden.



Geleidelijk sterkere yen

De reactie van de markt op het besluit is tot op heden gematigd, precies wat de BoJ wil. Geleidelijk zal de valutamarkt zich toch op moeten maken voor een sterkere yen op termijn, zeker omdat in Japan de opgelopen inflatie eerder een oplossing is dan een probleem. De BoJ moet nog met de verkrappingscyclus beginnen, terwijl veel andere centrale banken eigenlijke al klaar zijn. Bovendien loopt de valutamarkt ook het risico dat de Japanse overheid gaat interveniÃ«ren als de yen langere tijd zwak blijft, al hebben die interventies vaak nauwelijks effect. Alleen als de economische omstandigheden in Japan of daarbuiten wijzigen, komt er meer beweging in de yen.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer