

KWARTAALUPDATE

LDI/Staatsobligaties

IN DEZE UPDATE

Marktbeeld

- ECB verlaagt de beleidsrente ondanks aanhoudende inflatie
- Oplopende landenspreads, onrust in Frankrijk
- Tekenende van economische afzwakking in de VS

Vooruitzichten

- ECB voorzichtig met verdere renteverlagingen
- Onzekerheden in de VS: groeivertraging en presidentsverkiezingen

AUTEURS



Lucas Bouwhuis,
Senior Portfolio Manager
Fixed Income



Rob Dekker,
Senior Portfolio Manager
Fixed Income



"Watching paint dry"

THEMA

Hoe centrale banken van QE naar QT gaan verschilt nogal

De ECB en andere centrale banken zijn van plan hun balansen te verkleinen en de enorme obligatieportefeuilles die ze tijdens de pandemie hebben gekocht, af te bouwen. Dit lijkt misschien een nogal technisch concept, waarvan de Amerikaanse minister van Financiën Yellen in het verleden heeft gezegd dat het proces ongeveer net zo interessant zou moeten zijn als "watching paint dry." Maar de variaties over de hele wereld zijn fascinerend en de risico's nemen toe. Het afbouwen van balansen kan grote impact hebben bijvoorbeeld op renteniveaus en financiering.

Verschillende benaderingen

Verschillende centrale banken hanteren verschillende benaderingen om hun balansen te verkleinen. Ze begonnen aanvankelijk met passieve afbouw (geen herinvestering van obligaties en leningen). Sommige verkochten in aanvulling daarop obligatieportefeuilles in plaats van alleen te vertrouwen op minder herinvesteringen. De meeste centrale banken geven prioriteit aan het afbouwen van staatsobligaties, maar sommige bouwen ook andere obligatieportefeuilles af, zoals hypotheekgedekte obligaties (mortgage backed securities), bedrijfsobligaties en obligaties van lokale overheden.

[Lees meer op pagina 3 →](#)

Marktbeeld

ECB verlaagt de beleidsrente ondanks aanhoudende inflatie

In het tweede kwartaal lieten de Europese staatsobligaties negatieve rendementen zien ondanks dat de ECB de beleidsrente met 0,25% verlaagde. Het aantal verwachte renteverlagingen voor de rest van jaar werd verder verlaagd tot minder dan 2 stappen van 0,25%. In het begin van het kwartaal steeg de rente vanwege zorgen over aanhoudende inflatie en betere economische vooruitzichten. Tegen het einde van het kwartaal daalde de Duitse rente maar liepen landenspreads hard op nadat de Franse president Macron het parlement ontbond na de Europese verkiezingen. De Duitse 10-jaars rente sloot per saldo het kwartaal 0,20% hoger af op een niveau van 2,50%.

Inflatieontwikkelingen waren in het begin van het kwartaal de belangrijkste drijver van de obligatiemarkten. Inflatie kwam in het begin van het kwartaal iets hoger uit dan verwacht. Daarnaast viel Iran Israël aan met drones en raketten wat zorgde voor een stijging van de olieprijs naar het hoogste niveau van het jaar. Nadat de spanningen weer daalden, namen ook de olieprijs af. De Europese inflatie steeg in het tweede kwartaal van 2,4% naar 2,5%. Ook diensteninflatie bleef nagenoeg onveranderd rond de 4%. Ondanks dat inflatie gedurende het kwartaal niet verder daalde was er genoeg vertrouwen bij de ECB om de beleidsrente in juni te verlagen naar 3,75%.

Oplopende landenspreads, onrust in Frankrijk

De politieke ontwikkelingen aan het einde van het kwartaal zorgden voor veel marktonrust. De partij van Macron leed een grote nederlaag bij de Europese verkiezingen en de Franse

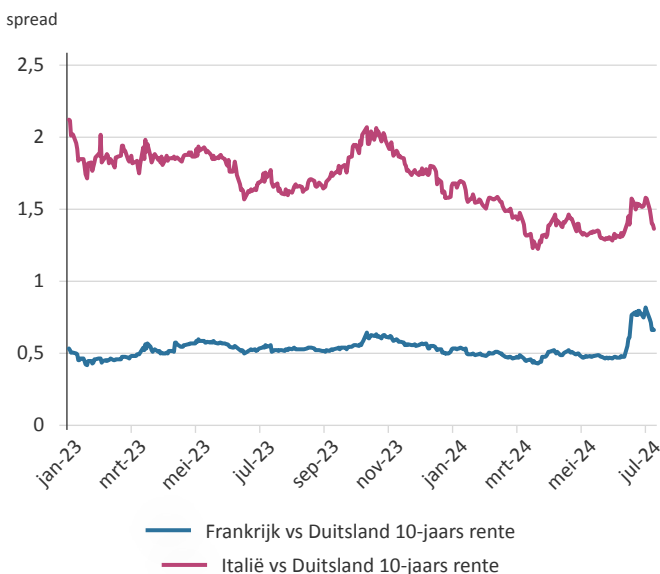
president kondigde vervroegde verkiezingen aan. De kans op een overwinning van de rechtse en Euro-sceptische partij van Le Pen veroorzaakte een stijging van het renteverskil tussen 10-jaars Duitse en Franse obligaties van ongeveer 0,30%. Ook de andere landenspreads liepen fors uit, maar minder hard dan Frankrijk.

De Eurozone economische data over het tweede kwartaal kwam in het algemeen iets beter uit. De inkoopmanagersindex bleef net boven de 50 wat nog wijst op een beperkte groei. De groei is vooral gedreven door de dienstensector die profiteert van het hogere consumentenvertrouwen en stijgende reële lonen. De productiesector blijft echter nog steeds krimpen. Noordelijke landen die meer afhankelijk zijn van de productiesector groeien minder hard dan de periferielanden die een relatief grotere dienstensector hebben. Daarnaast zijn de zuidelijke landen een grote ontvanger van EU-financiering onder de Herstel- en Veerkrachtfaciliteit.

Tekenen van economische afzwakking in de VS

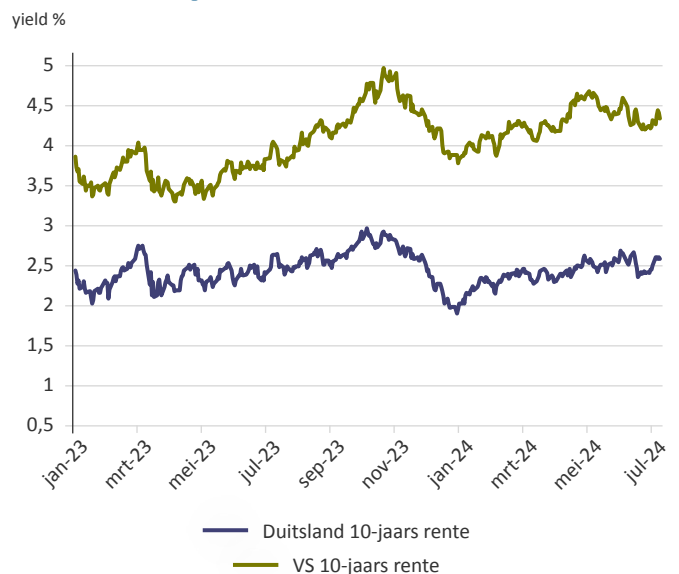
De Amerikaanse economie blijft nog steeds boven verwachting presteren al zijn er enkele tekenen van afzwakking. Die zijn vooral op de arbeidsmarkt en in consumentenbestedingen te zien. Inflatie leek iets te dalen en dat gaf ook ruimte aan de Fed om op renteverlagingen te hopen. De markt verwacht 1 tot 2 renteverlagingen voor dit jaar. De Amerikaanse 10-jaars rente steeg gedurende het kwartaal met 0,20% naar een niveau van 4,40%. Het eerste debat tussen Trump en Biden heeft in juni plaats gevonden waar Biden een zeer slechte indruk achterliet. Er ontstonden gelijk geruchten dat de Democratische partij Biden potentieel wil vervangen.

Figuur 1: Ontwikkelingen 10-jaars renteverskil Frankrijk en Italië t.o.v. Duitsland



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Figuur 2: Ontwikkelingen 10-jaars rente Duitsland en Verenigde Staten



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Vooruitzichten

De economische situatie laat enige tekenen van verbetering zien, al blijven de groeivoorzichten beperkt. De loonstijging in de Eurozone ligt momenteel hoger dan de inflatie, waardoor de koopkracht van de consument de komende periode verbetert. Een verdere renteverlaging van de ECB kan de economische groei ook helpen.

ECB voorzichtig met verdere renteverlagingen

Inflatie is afgelopen jaar al flink gedaald en zal naar verwachting na de zomer tijdelijk rond de 2% uitkomen. Ook looninflatie zal eind dit jaar wat kunnen gaan afnemen als bij de nieuwe cao-onderhandelingen de lagere inflatie gaat meespelen. Door de krappe arbeidsmarkt blijft dit echter wel een onzekere

factor en de ECB zal dan ook voorzichtig blijven met verdere renteverlagingen.

Onzekerheden in de VS: groeivertraging en presidentsverkiezingen

De economische groei in de VS begint nu toch wel enige tekenen van afkoeling te laten zien. Een verdere vertraging van de economie in de VS zal de beslissing om de rente ook in Europa te verlagen makkelijker maken. In dat geval loopt de ECB minder risico op een zwakkere munt en daardoor geïmporteerde inflatie. De presidentsverkiezingen in de VS begin november kunnen grote impact op de markt hebben. Een presidentschap van Trump zal waarschijnlijk leiden tot hogere inflatie vanwege verhoogde importheffingen en mogelijk een nog ruimer fiscaal beleid.

THEMA

Het verkleinen van de balans

Hoe centrale banken van QE naar QT gaan verschilt nogal

For English version, click [here](#).

De ECB en andere centrale banken zijn van plan hun balansen te verkleinen en de enorme obligatieportefeuilles die ze tijdens de pandemie hebben gekocht, af te bouwen. Dit lijkt misschien een nogal technisch concept, waarvan de Amerikaanse minister van Financiën Yellen in het verleden heeft gezegd dat het proces ongeveer net zo interessant zou moeten zijn als “watching paint dry”.

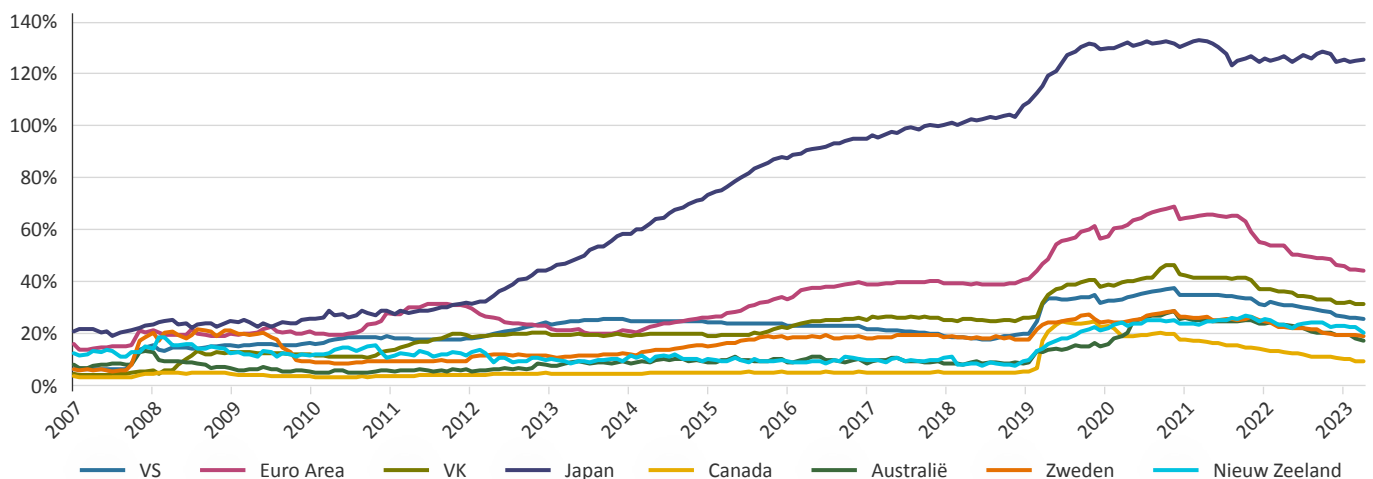
Maar de variaties over de hele wereld zijn fascinerend en de risico's nemen toe. Het afbouwen van balansen kan grote impact

hebben bijvoorbeeld op renteniveaus en financiering. En daarmee is het misschien niet zo saai als het drogen van verf.

Expansie en normalisatie

Balansuitbreidingen hebben de afgelopen 25 jaar op verschillende momenten plaatsgevonden, voornamelijk als reactie op financiële crises en economische achteruitgang (figuur 3). Het grootste deel van deze balansexpansie kwam voornamelijk voort uit liquiditeitsuitbreiding en aankoopprogramma's.

Figuur 3: Centrale Bank balansen als percentage van GDP (2007 - juli 2024)



Bron: Bloomberg, IMF

Net zoals er redenen waren om de balansen uit te breiden, zijn er ook redenen om de balansen weer te verkleinen. In de eerste plaats is het een normalisering van het monetaire beleid na een crisis situatie. Ten tweede veroorzaken grootschalige aankopen ongewenste verstoringen op markten, en moedigen zij het nemen van buitensporige risico's aan. Verder zorgt normalisatie ervoor dat centrale banken zich weer kunnen concentreren op de rente als belangrijkste beleidsinstrument. Bovendien hebben QE obligatieportefeuilles ongewenste winst- en verliesimplicaties. En ten slotte schept het verkleinen van de balans ook ruimte en capaciteit voor toekomstige monetaire expansie in noodsituaties.

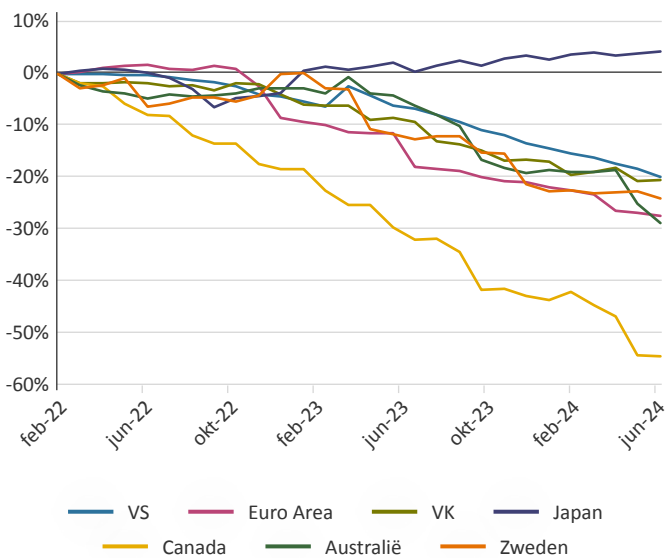
Verskillende benaderingen

Verskillende centrale banken hanteren verschillende benaderingen om hun balansen te verkleinen. Centrale banken begonnen aanvankelijk met passieve afbouw (geen herinvestering van obligaties en leningen). Maar voor enkele centrale banken was dit gedeeltelijk (Fed en aanvankelijk de Zweedse Riksbank (Riks)), en voor andere was dit volledig het geval (Bank of England (BoE), Bank of Canada (BoC)). Sommige verkochten in aanvulling daarop zelfs obligaties (BoE, Royal Bank of Australia (RBA), Riks) in plaats van alleen te vertrouwen op minder herinvesteringen.

De meeste centrale banken geven prioriteit aan het afbouwen van staatsobligaties maar sommige bouwen ook andere obligaties af, zoals Mortgage Backed Securities (Fed), bedrijfsobligaties (BoE) of obligaties van lokale overheden (Riks en RBA).

De balansreductie ten opzichte van hun gecombineerde piek bedraagt tot nu toe circa USD 6,5 triljoen. Vooral Canada valt op omdat het een significante normalisatie van de balans laat zien

Figuur 4: Percentage balansreductie vanaf 2022

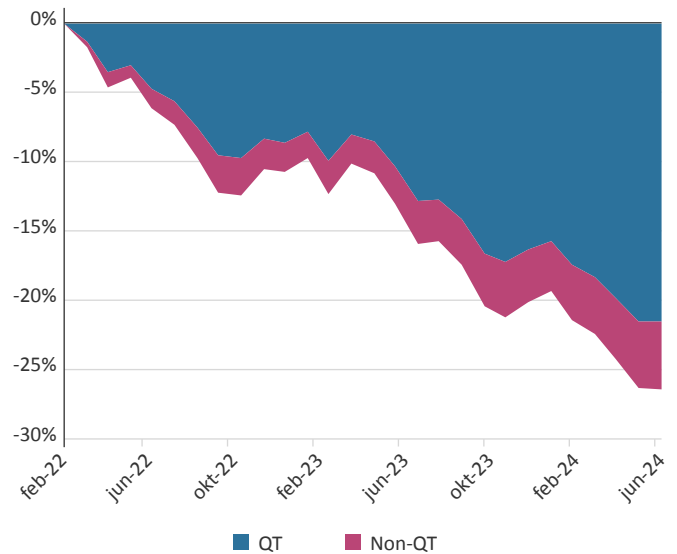


Bron: Bloomberg, Achmea IM

(zie figuur 4). Het snelle tempo in Canada is opmerkelijk omdat de Bank of Canada (BoC) niet actief verkoopt. De snelle afbouw daar weerspiegelt de kortere looptijd van haar beleggingen, d.w.z. dat ze in een snel tempo aflopen. Japan valt om een andere reden ook op: het land is nog niet begonnen met het proces van balansnormalisatie en breidt de bankbalans momenteel nog steeds uit (hoewel er momenteel gesprekken gevoerd worden om de aankopen af te bouwen).

Een deel van de balansverminderingen vond plaats door de afname van de QE obligatieportefeuilles. Maar een deel ervan is ook toe te bedelen aan het aflopen van leningen die niet langer worden doorgerold (zie figuur 5). Dit effect is vooral significant voor de ECB, die op haar piekbalans een groot uitstaand leningsaldo had van ongeveer € 2,2 triljoen. Hiervan is nu bijna alles terugbetaald en dit heeft het grootste deel van de balansreductie van de ECB voor z'n rekening genomen.

Figuur 5: Wereldwijd gecombineerde balansreductie (als % van piekbalans) onderverdeeld naar obligaties en leningen



Bron: Bloomberg, RBA

Naast deze verschillende afbouwbenaderingen, hebben centrale banken ook voor heel verschillende communicatiestrategieën gekozen, variërend van maandenlang druppelsgewijs informatieverstrekking tot abrupte veranderingen.

Hoe lang duurt het drogen van verf?

Hoewel het voor centrale banken aantrekkelijk is om het balansnormalisatieproces rustig op de achtergrond te laten verlopen en er met dezelfde belangstelling naar te kijken als drogende verf, zal er een fase komen waarin een optimale omvang van de balans is bereikt en verdere normalisatie zal stoppen.

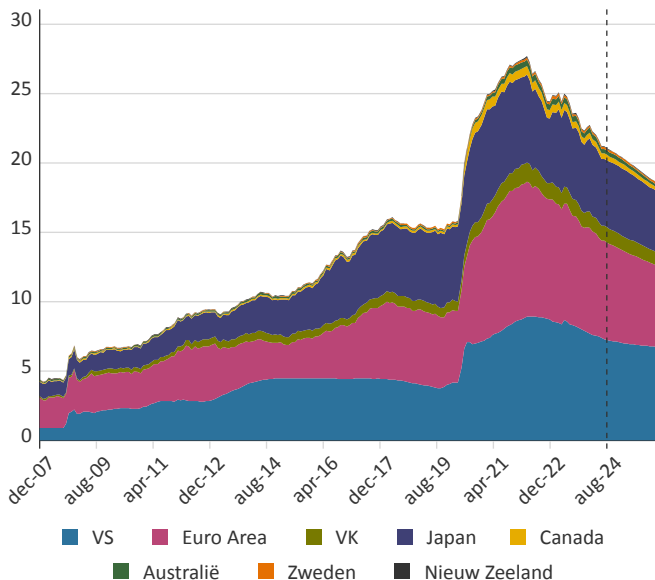
Er bestaat grote onzekerheid wanneer dit is en wat de optimale omvang van de balans is. De balansomvang van vóór de pandemie is waarschijnlijk geen goede leidraad; er is in de tussentijd veel veranderd.



De Bank of Japan is nog niet begonnen met balansverkleining

Als we een aantal vereenvoudigende landspecifieke aannames maken, waarvan de meest impactvolle is dat het proces van balansnormalisatie nog een jaar of zo zou kunnen duren in een steeds lager tempo (met uitzondering van Japan), komen we tot een mogelijke uitkomst die wordt getoond in figuur 6.

Figuur 6: Totale balans in USD (trn)



Bron: Bloomberg, RBA

'Nati'

Het drogen van verf is nooit geheel zonder bijwerkingen. Het stinkt, is kwetsbaar voor beschadigingen en er blijven insecten aan plakken. Zo ook zijn er bijwerkingen aan de normalisering van de balansen. We bespreken er hier twee:

1. Impact op staatsobligaties

Intuïtief is het logisch dat staatsobligaties worden beïnvloed door de afbouw van de obligatieportefeuille (QT), omdat het aanbod aan obligaties en de looptijd ervan worden vergroot. De impact op zowel de renteniveaus als de termijnpremies is echter klein gebleken. In sommige landen, zoals Groot-Brittannië, valt het wellicht wat meer op omdat BoE actief obligaties verkoopt. De recente onrust in de Franse en andere periferie spreads ten opzichte van Duitsland zal ook relevant zijn voor de ECB. Een plotselinge stopzetting van de herbelegging van Franse of Italiaanse obligaties kan namelijk angst doen toenemen over de vraag naar deze obligaties. Tot op heden speelt dit echter nog niet en over het algemeen lijkt QT meer op "watching paint dry", zoals Yellen suggereerde.

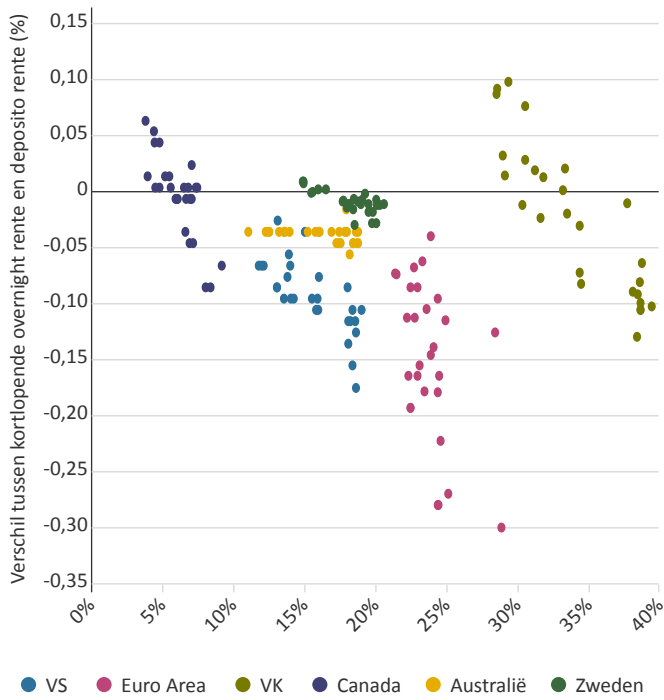
2. Impact op de financieringsmarkten

Centrale banken overspoelden tijdens de periode van balans-expansie banken met liquiditeit en creëerden daardoor overtollige reserves. De liquiditeit was overvloedig. Tijdens de normalisatie van de balans vindt het tegenovergestelde plaats: de reserves dalen naarmate de liquiditeit verandert van overvloedig naar (uiteindelijk) schaars, het laagst comfortabele niveau van reserves.

We weten nog niet bij welk niveau van de reserves de liquiditeit schaars wordt. Hetzelfde geldt voor centrale banken: die weten het ook nog niet. Maar veranderingen in de kortlopende (overnight) rente bieden wel al aanwijzingen. Meer specifiek, wanneer de reserves schaars worden, worden de kortlopende (overnight) rente gevoeliger voor veranderingen in reserves. Figuur 7 op de volgende pagina laat zien hoe de kortlopende (overnight) rente minus de depositorente verandert naarmate de reserves dalen. Hier kijken we specifiek naar het relevante deel van de balans van de centrale bank, namelijk de reserves, hoewel een blik op de hele balans hetzelfde punt laat zien.

Voor de meeste landen zien we dat kortlopende (overnight) rente stijgt naarmate reserves kleiner worden. Tot nu toe zijn de gevolgen nog relatief mild met bewegingen van slechts een handvol basispunten die zich doorgaans voordoen aan het einde van de maand. Maar het is onwaarschijnlijk dat de situatie zal verbeteren. Hoewel het verleidelijk kan zijn om een lineair verband te leggen tussen reserves en kortlopende (overnight) rente, voorzien wij dat er een keerpunt zal komen waarop de kortlopende (overnight) rentes zeer snel kunnen stijgen terwijl de reserves slechts een klein beetje afnemen. We kunnen stress-episodes niet uitsluiten als de balansen verder worden genormaliseerd.

Figuur 7: Funding pressures for different level of central bank reserves



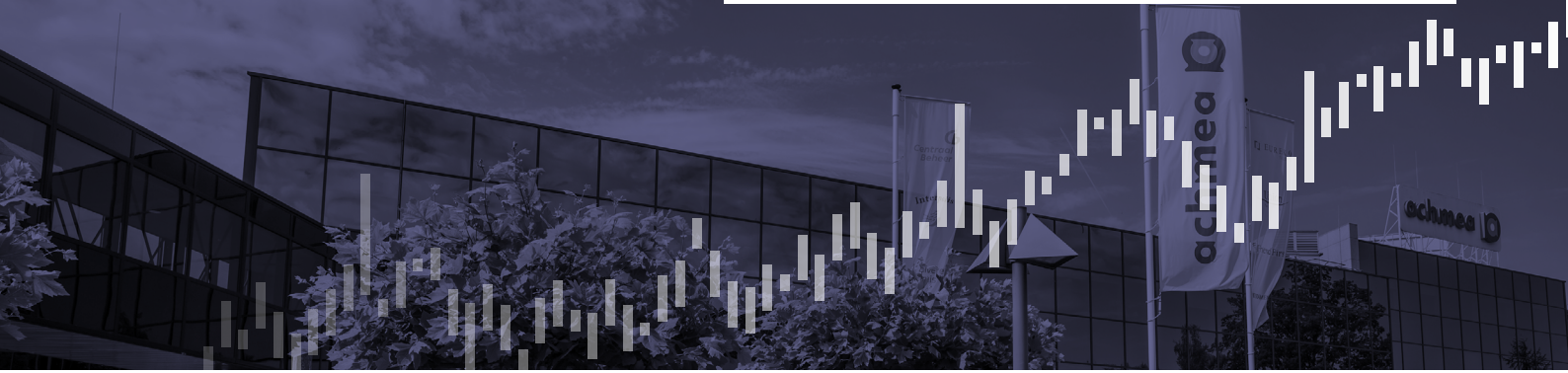
Bron: Bloomberg, IMF, RBA

Uiteenlopende trends en risico's

Verdere normalisatie van de balansen van centrale banken hangt van veel factoren af, maar het lijkt duidelijk dat verschillende landen zich in verschillende richtingen zullen bewegen.

Nu ze zonder ongelukken zo ver zijn gekomen met de balansnormalisatie, hopen de Fed en de BoC dat ze vanaf nu kunnen vertragen. In andere regio's, zoals Europa en Australië, is het onwaarschijnlijk dat normalisatie zal vertragen. In Europa omdat de ECB graag wil beginnen met het afbouwen van haar obligatieportefeuille, nadat het grootste deel van de afwikkeling tot nu toe heeft plaatsgevonden vanuit aflossingen van leningen. En in Australië omdat de omvang van de balans politiek gezien zo onpopulair is en omdat de obligaties van de RBA een korte looptijd hebben.

Het lijkt erop dat tot nu toe de verf van Yellen zonder ongelukken langzaam aan het drogen is. Maar de normalisatie van de balans loopt van land tot land uiteen en het blijft fascinerend hoe verschillend ermee wordt omgaan. Risico's nemen toe en zeer waarschijnlijk hebben we het laatste woord er nog niet over gehoord. Met andere woorden: het kan nog steeds eindigen als een vers geschilderde Jackson Pollock.



Voor meer informatie:



[Investment Highlights, Investment Letter en whitepapers](#)

Wekelijks publiceert ons Investment Strategy team de Investment Highlights met daarin een analyse van de ontwikkeling op de financiële markten. Met onze Investment Letters blijft u op de hoogte van onze visie en van marktontwikkelingen.



[Achmea IM op youtube](#)

Hier vindt u heldere video's met informatie over de implicaties van het pensioenakkoord, maatschappelijk verantwoord beleggen, risicomangement en het selecteren van de best-passende externe managers.



[Achmea IM op LinkedIn](#)

Volg ons LinkedIn-kanaal voor updates.



www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel

E-mail: achmeaim@achmea.nl

Contact:

Neem contact op met uw contactpersoon bij Achmea Investment Management.
Of met Renier Brenninkmeijer, Business Development Director, Renier.Brenninkmeijer@Achmea.nl, +31 6 201 384 74.
Of met Mark Bakker, Business Development Director, Mark.Bakker@Achmea.nl, +31 6 101 851 94.

Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. ("Achmea IM") heeft de informatie in dit document met zorg samengesteld. Deze informatie is alleen bestemd voor gekwalificeerde beleggers en/of professionele beleggers zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht ("Wft"). Dit document is of bevat (i) geen aanbod of uitnodiging om financiële instrumenten te kopen, te verkopen of te verhandelen (in de zin van 1:1 Wft), (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies (in de zin van 1:1 Wft), en (iii) geen juridisch of fiscaal advies. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch of fiscaal adviseur. Achmea IM raadt u af een (beleggings)beslissing uitsluitend te baseren op de in dit document opgenomen informatie. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van een dergelijke (beleggings)beslissing. De weergegeven scenario's zijn een schatting van het toekomstige rendement op basis van gegevens uit het verleden, en geven geen exacte indicatie. Uw rendement hangt af van hoe de markt presteert en hoe lang u de belegging/het product aanhoudt.

De informatie in dit document is (mede) gebaseerd op informatie die Achmea IM van betrouwbaar geachte informatiebronnen heeft verkregen. Achmea IM garandeert niet de betrouwbaarheid van die bronnen en de juistheid en volledigheid van de van die bronnen verkregen informatie. De informatie in dit document is puur informatief en u kunt daaraan geen rechten ontleen. Alle informatie is een momentopname, tenzij uitdrukkelijk anders is aangegeven. Het verstrekken van dit document na de oorspronkelijke publicatiedatum is geen garantie dat de hierin opgenomen informatie op die latere datum nog juist en volledig is. Achmea IM heeft het recht om deze informatie zonder aankondiging te wijzigen. Het noemen van rendementen op beleggingen in dit document dient uitsluitend als uitleg en toelichting. Achmea IM spreekt daarmee geen verwachting uit over het rendement of koersverloop van die beleggingen. De waarde van uw belegging kan fluctueren en in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Het is mogelijk dat andere aannames worden gemaakt dan de door Achmea IM gemaakte aannames. De door Achmea IM getrokken conclusies zijn daarom niet noodzakelijkerwijs juist en/of volledig.

U mag de informatie in dit document alleen voor eigen persoonlijk gebruik kopiëren. Informatie over de beleggingsinstellingen van Achmea IM kan een publicitaire mededeling bevatten. Raadpleeg het prospectus van de beleggingsinstellingen op achmeainvestmentmanagement.nl voordat u een beleggingsbeslissing neemt. U mag de informatie niet overnemen, vermenigvuldigen, distribueren of openbaren zonder schriftelijke toestemming van Achmea IM. Alle informatie (teksten, foto's, illustraties, grafisch materiaal, handelsnamen, logo's, woord- en beeldmerken) blijft eigendom van of in licentie bij Achmea IM en wordt beschermd door auteursrecht, merkenrecht en/of intellectueel eigendomsrecht. Er worden geen rechten of licenties overgedragen bij gebruik van of toegang tot deze informatie.

Uitgegeven door:

Achmea Investment Management B.V., statutair gevestigd te Zeist en kantoorhoudende te Zeist (Handelsregister nr. 18059537). Achmea IM is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") in Amsterdam (AFM registratie 15001209) als beheerder van beleggingsinstellingen zoals bedoeld in artikel 2:65a Wft en is onder deze vergunning bevoegd tot het verlenen van de beleggingsdiensten als opgenomen in het door de AFM gehouden register.