

5 februari 2018

Nick Kounis
Head Financial Markets Research
Tel: 020 343 5616
nick.kounis@nl.abnamro.com

Obligaties gaan in de verkoop

- **Rentes op staatsobligaties zijn flink gestegen**
- **De bel heeft geluid voor de laatste ronde van kwantitatieve verruiming**
- **Markten prijzen verhoging van beleidrentes in**
- **Inflatieverwachtingen en risicopremies lopen op**

Rentes op staatsobligaties zijn flink gestegen

Het belangrijkste economische nieuws van vorige week was de scherpe wereldwijde stijging van de rentes op staatsobligaties. Op het moment van schrijven vorige week vrijdag was de rente op 10-jaars Amerikaanse staatsobligaties (Treasuries) met circa 13 bp gestegen tot 2,79%. Hiermee kwam de stijging sinds begin dit jaar op 33 bp. De rente op Duitse staatsobligaties (Bunds) was toen op 0,74% 11 bp hoger dan aan het begin van de week. De rente op Japanse staatsobligaties bleef ongeveer gelijk op 0,08%, al is de stijging vermoedelijk geremd door de extra obligatieaankopen door de Japanse centrale bank die de kriebels lijkt te krijgen als de grens van 0,1% in zicht komt. Het ziet ernaar uit dat de verkoopgolf op de obligatiemarkten zich uitbreidt naar andere financiële markten. Beleggers zijn namelijk minder snel geneigd risico te nemen en de belangrijkste aandelenindices zijn gedaald. Aan het begin van het jaar spraken we de verwachting uit dat de rentes op staatsobligaties omhoog zouden gaan, maar de snelheid en de omvang overtreffen onze verwachtingen. Waardoor komt het dat de rentes op staatsobligaties oplopen en houdt deze trend aan?

De bel heeft geluid voor de laatste ronde van kwantitatieve verruiming

Het logische startpunt voor deze analyse is het beleid van centrale banken. In de afgelopen jaren hebben centrale banken agressief staatsobligaties opgekocht. Hierbij namen de Europese Centrale Bank (ECB) en de Japanse centrale bank (Bank of Japan – BoJ) het stokje over van de Amerikaanse centrale bank (Federal Reserve – Fed) toen deze haar programma van kwantitatieve verruiming beëindigde. Het einde van kwantitatieve verruiming lijkt nu dan ook echt in zicht te komen. Zo wordt het steeds duidelijker dat de ECB haar aankoopprogramma waarschijnlijk na september gaat stopzetten. Met ingang van dit jaar heeft de ECB het bedrag van haar maandelijkse aankopen al gehalveerd; dit betrof vooral staatsobligaties. De Fed is zelfs al begonnen haar balans geleidelijk te verkorten. Alleen de BoJ zet haar aankoopprogramma onverminderd voort, hoewel het beleidskader is verschoven van een kwantitatieve doelstelling naar een rentedoelstelling.

Het effect van de laatste ronde van kwantitatieve verruiming op de verkoopgolf van obligaties moet echter niet worden overschat. De financiële markten prijzen wijzigingen in obligatieaankopen door centrale banken doorgaans al in een vroegtijdig stadium in. Het gewijzigde (verwachte) aankoopgedrag kan voor beleggers dan ook niet als een grote

verrassing zijn gekomen. Overigens kan niet ontkend worden dat het wel een bepaald effect heeft gehad. Dit komt met name door de veranderde toonzetting van de communicatie door de ECB. Meer bestuursleden geven nu aan dat een verdere verlenging van de aankopen er niet in zit.

Markten prijzen verhoging van beleidsrentes in

De veranderende verwachtingen ten aanzien van de renteverhogingscyclus spelen misschien wel een belangrijkere rol in de recente stijging van de obligatierentes. Sinds begin dit jaar verwachten beleggers dat de Fed de korte rentes sneller dan voorheen gaat verhogen. Afgaande op de Fed funds futures gingen de markten begin dit jaar nog uit van drie renteverhogingen tot eind 2019, maar inmiddels rekenen ze al op vier rentestappen. De financiële markten hebben ook hun verwachtingen voor de beleidsrentes van de ECB naar boven bijgesteld. Inmiddels worden twee renteverhogingen van 10 bp tot juni 2019 ingeprijsd tegen eerder slechts één. De kans dat de rente dit jaar al wordt verhoogd, wordt nu op bijna 50% geschat.

Inflatieverwachtingen en risicopremies lopen op

Nog een andere factor die de rentes op staatsobligaties opdrijft, is dat beleggers een oplopende inflatie voorzien en ook meer inflatierisico lijken in te prijzen. De maatstaven van inflatieverwachtingen voor de lange termijn, zoals afgeleid van verschillende vastrentende waarden, trekken de stijgende lijn van eind vorig jaar door. Een heel belangrijke rol is hierbij weggelegd voor de olieprijs. Sinds begin dit jaar is de prijs van een vat WTI met USD 5 gestegen tot bijna USD 66, in lijn met de trend van de tweede helft van vorig jaar. De prijs van Brent-olie is dit jaar minder snel opgelopen, maar die was in de voorgaande maanden juist sterker gestegen. Maatstaven van inflatieverwachtingen reageren in de regel – en in ieder geval op de korte termijn – heftig op stijgende olieprijs. Uiteraard kan ook de hoger dan verwachte economische groei beleggers ertoe hebben gebracht om meer inflatierisico in te prijzen. Een andere mogelijke oorzaak van de hogere risicopremies op de rentecurves is dat beleggers anticiperen op een oplopend begrotingstekort in de VS. De belastingplannen van president Trump impliceren immers een verhoogde uitgifte van Treasuries.

Hoe nu verder?

Wanneer de financiële markten sneller dan verwacht bewegen, is het goed om even een stapje terug te doen en de vooruitzichten opnieuw onder de loep te nemen. De obligatierentes liggen nu al boven onze voorspellingen voor eind dit jaar. We moeten hier dus heel kritisch opnieuw naar kijken. Op dit moment beperken we ons tot de volgende constatering. We denken niet dat de vooruitzichten voor kwantitatieve verruiming op dit moment heel belangrijk zijn. De geleidelijke balansverkorting door de Fed is vooraf duidelijk gecommuniceerd en lijkt nu op de automatische piloot te worden uitgevoerd. De ECB gaat haar kwantitatieve verruiming stopzetten – dit zou niet als een verrassing moeten komen – en gaat vermoedelijk na september haar aankopen binnen een paar maanden tot nul terugbrengen. Belangrijker zijn echter de rente- en inflatievooruitzichten.

Het Fed-rentetraject dat de financiële markten nu hebben verdisconteerd, lijkt ons redelijk. Als de risicobalans al in een bepaalde richting doorslaat, dan is dat eerder naar de bovenkant van wat beleggers nu verwachten. Hier staat tegenover dat de rente op Treasuries nu al boven het niveau van 2,75% ligt dat de Fed in haar communicatie als

normaal heeft aangemerkt. Bovendien hebben stijgende olieprijsen doorgaans slechts een tijdelijk effect op de inflatie. Belangrijker voor de middellange termijn is hoe de kerninflatie zich ontwikkelt (dit geldt voor zowel het monetaire beleid als de inflatieverwachtingen). Wij denken dat de onderliggende inflatiedruk slechts geleidelijk toeneemt. De krapte op de Amerikaanse arbeidsmarkt zorgt weliswaar voor opwaartse loondruk, maar het effect hiervan wordt getemperd door de toenemende productiviteit. Op grond van al deze overwegingen komen we tot de conclusie dat de rente op Treasuries vermoedelijk al op een vrij hoog niveau te liggen.

De marktverwachtingen ten aanzien van de renteverhogingen door de ECB lijken ons te agressief. ECB-president Mario Draghi heeft nadrukkelijk uitgesloten dat de rente dit jaar al wordt verhoogd. De ECB geeft bovendien al enige tijd aan dat de beleidsrentes naar verwachting tot ruim na afloop van de periode van activa-aankopen op het huidige niveau worden gehouden. Het is goed mogelijk dat het programma van kwantitatieve verruiming pas aan het einde van dit jaar of het eerste kwartaal van volgend jaar helemaal is afgebouwd. Dit wijst erop dat de beleidsrentes waarschijnlijk niet voor medio 2019 worden verhoogd. Een eerste rentestap in de tweede helft van 2019 lijkt waarschijnlijker. De onderliggende inflatiedruk in de eurozone is gematigd en dit blijft vermoedelijk ook zo. De capaciteit op de arbeidsmarkten is immers nog niet volledig benut. In tegenstelling tot Amerikaanse Treasuries hebben Duitse Bunds nog een lange klim te gaan in deze cyclus, naarmate het monetaire beleid geleidelijk wordt genormaliseerd. Dit proces zal echter trager verlopen dan de markten nu verwachten.

Ramingen hoofd- en financiële indicatoren											
BBP-groei (%)	2016	2017e	2018e	2019e	3M interbank rente	26/01/2018	02/02/2018	+3M	2018e	+12M	2019e
Verenigde Staten	2.3	2.3	2.7	2.3	Verenigde Staten	1.77	1.79	1.70	2.20	2.20	2.60
Eurozone	2.5	2.5	2.8	2.3	Eurozone	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.13
Japan	0.9	1.6	1.7	1.3	Japan	0.07	0.07	-0.10	-0.02	-0.02	-0.10
Verenigd Koninkrijk	1.8	1.5	1.4	1.7	Verenigd Koninkrijk	0.53	0.53	0.60	0.60	0.60	1.10
China	6.9	6.9	6.5	6.0							
Nederland	2.1	3.2	2.9	2.0							
Wereld	3.2	3.7	3.8	3.6							
Inflatie (%)	2016	2017e	2018e	2019e	10j-rente	26/01/2018	02/02/2018	+3M	2018e	+12M	2019e
Verenigde Staten	2.1	2.1	2.1	2.0	VS Treasury	2.66	2.85	2.40	2.60	2.60	2.50
Eurozone	1.5	1.6	1.7	1.4	Duitse Bund	0.62	0.76	0.40	0.70	0.70	0.90
Japan	0.5	0.5	1.0	0.8	Euro swap rente	1.02	1.13	0.90	1.10	1.10	1.25
Verenigd Koninkrijk	2.7	2.7	2.3	1.9	Japans overheidspapier	0.08	0.09	0.00	0.00	0.00	0.20
China	1.6	1.6	2.5	2.5	VK gilts	1.45	1.58	1.30	1.50	1.50	1.80
Nederland	1.3	1.3	1.5	2.4							
Wereld	2.9	3.1	3.2	3.0							
Beleidsrente	02/02/2018	+3M	2018e	2019e	Wisselkoersen	26/01/2018	02/02/2018	+3M	2018e	+12M	2019e
Federal Reserve	1.50	1.50	2.00	2.50	EUR/USD	1.24	1.24	1.18	1.15	1.15	1.25
European Central Bank	-0.40	-0.40	-0.40	-0.20	USD/JPY	108.7	110.1	113	115	115	108
Bank of Japan	-0.10	0.00	0.00	0.00	GBP/USD	1.42	1.41	1.33	1.35	1.35	1.50
Bank of England	0.50	0.50	0.50	1.00	EUR/GBP	0.88	0.88	0.89	0.85	0.85	0.83
People's Bank of China	4.35	4.35	4.35	4.35	USD/CNY	6.33	6.30	6.60	6.65	6.65	6.80

Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau.

DISCLAIMER

Dit document is samengesteld door ABN AMRO. Het heeft uitsluitend als doel om financiële en algemene informatie te verstrekken over de economie. ABN AMRO behoudt zich alle rechten voor met betrekking tot de informatie in het document en het document wordt uitsluitend aan u verstrekt voor uw informatie. Het is niet toegestaan dit document (geheel of deels) te kopiëren, distribueren, door te geven aan een derde of om het voor enig ander doel te gebruiken dan hierboven bedoeld. Dit document is informatief bedoeld en vormt geen aanbieding van effecten aan het publiek, of een uitnodiging om een aanbod te doen.

U mag niet om welke reden dan ook vertrouwen op de informatie, meningen, beramingen, en aannames in dit document noch dat het compleet, accuraat of juist is. Er wordt geen garantie gegeven, uitdrukkelijk of stilzwijgend, door of uit naam van ABN AMRO, haar directieuren, functionarissen, vertegenwoordigers, gelieerde partijen, groepsmaatschappijen of werknemers met betrekking tot de juistheid of volledigheid van de informatie in dit document, en geen enkele aansprakelijkheid wordt geaccepteerd voor enig verlies als direct of indirect gevolg van het gebruik van deze informatie. De opvattingen en meningen opgenomen hierin kunnen op enig moment aan verandering onderhevig zijn en ABN AMRO heeft geen enkele verplichting om de informatie in dit document na de datum hiervan te herzien.

Voordat u in enig product van ABN AMRO investeert, dient u zich te informeren over de verschillende financiële en andere risico's, alsmede mogelijke beperkingen voor u en uw investeringen als gevolg van toepasselijke wetgeving en regels. Indien u, na lezing van dit document, overweegt een investering te doen in een product, raadt ABN AMRO aan om een dergelijke investering met uw relatiemanager of persoonlijke adviseur te bespreken om nader te bezien of het relevante product – met inachtneming van alle mogelijke risico's – past bij uw investeringen. De waarde van beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garanties voor de toekomst. ABN AMRO behoudt zich het recht voor wijzigingen in dit materiaal aan te brengen.

Alle rechten voorbehouden