

Bewaker van de Euro Melkweg

ECB zet zich schrap
voor liquiditeits-
verschuiving



JUNI 2024

Marketingcommunicatie



Over de auteur.

Pierre Boyer

Head of Money Market
and Short Term



Pierre Boyer is sinds 2012 Head of Money Market Funds bij Candriam en sinds 2008 Money Market Fund Manager.

Hij begon zijn carrière in 2004 met derivaten in het middle office van Calyon en stapte daarna over naar Crédit Lyonnais Asset Management als assistent beheerder van geldmarktfondsen. In 2005 trad hij in dienst bij CIC - Banque Transatlantique als aandelen- en obligatiebeheerder.

Pierre heeft een graad in financiën van de ESCEM School of Management in Frankrijk en een postdoctorale graad in financiële engineering van de Skema Business School, ook in Frankrijk.

Inhoudsopgave.

Hoofdpunten 04

Inleiding: Het transformatie- en liquiditeitsdilemma van de ECB 06

Van prijsbewaker tot anker voor de eurozone 07

Onconventionele maatregelen voor een ongekende uitdaging 08

De invloed op de balans van de ECB 09

De weg van de ECB naar liquiditeit 12

Corridor vs. Vloermechanismen en implicaties voor de rente 12

Dansen op het slappe koord van liquiditeitsoverschot 16

De toekomst van liquiditeitsbeheer in de eurozone 18

Een koers voorwaarts uitstippelen 19

De geldmarktfenix verrijst 22

Meer een kwestie van marktvolatiliteit dan van corridor of vloer 25

Conclusie: Flexibiliteit omarmen in een veranderend landschap 27

Korte samen- vattin- g.

De Europese Centrale Bank (ECB) heeft een belangrijke transformatie ondergaan en is veranderd van een passieve waarnemer in een proactieve bewaker van de financiële stabiliteit in de eurozone. Nu de ECB haar monetaire beleid normaliseert na een periode van onconventionele maatregelen, is een belangrijke uitdaging ontstaan: het beheren van het liquiditeitsoverschot. In dit document wordt de veranderende rol van de ECB bij het aangaan van deze uitdaging onderzocht.

Belangrijkste bevindingen:

- **De ECB staat voor een delicate evenwichtsoefening:** de inflatie beteugelen en tegelijkertijd de economische groei ondersteunen, de financiële stabiliteit handhaven en marktverstoringen vermijden.
- **De huidige strategie** bestaat uit het geleidelijk afbouwen van het liquiditeitsoverschot door middel van kwantitatieve verkrapping (QT) en andere instrumenten.
- **De ECB overweegt een meer flexibele, vraaggestuurde aanpak** voor liquiditeitsbeheer in de toekomst, mogelijk met inbegrip van een hybride corridor-vloersysteem.
- **Verwacht wordt dat de verkrappende maatregelen de geldmarktfondsen** als aantrekkelijk alternatief voor bankdeposito's **nieuw leven zullen inblazen**.

Het succes van de ECB hangt af van haar vermogen om zorgvuldig door dit complexe landschap te navigeren. Duidelijke communicatie, weloverwogen acties en innovatieve oplossingen zullen cruciaal zijn voor een soepele overgang en financiële stabiliteit op de lange termijn in de eurozone.



Inleiding: Het transformatie- en liquiditeitsdilemma van de ECB.

//

De ECB is bereid alles te doen om de euro te behouden.

**- Mario Draghi, toenmalig voorzitter van
de Europese Centrale Bank op de Global
Investment Conference in Londen, 26 juli 2012**

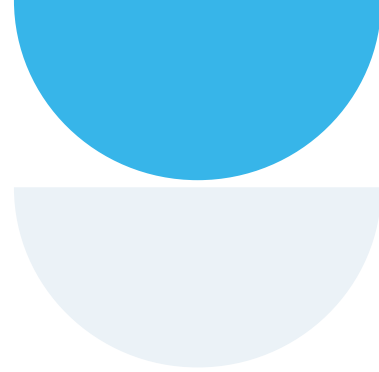
De dagen dat de Europese Centrale Bank (ECB) aan de zijlijn stond en de inflatie en de geldhoeveelheid in de gaten hield, zijn voorbij. Na meer dan 15 jaar van veranderingen heeft de ECB zich ontpopt als een standvastige bewaker van de financiële stabiliteit van het eurogebied. Het keerpunt kwam tijdens de financiële crisis van 2008, die de tekortkomingen van een eenzijdige focus op inflatie blootlegde. Naarmate de crisis zich ontwikkelde tot een liquiditeits- en bancaire noodsituatie, nam de druk op de ECB toe om doortastend op te treden.

Onder leiding van Mario Draghi onderging de ECB een dramatische transformatie: van passiviteit naar proactief interventionisme, gewapend met een formidabel arsenaal aan instrumenten om de eurozone te beschermen. Een beslissend keerpunt kwam in 2012. In een gedenkwaardige toespraak verklaarde toenmalig president Mario Draghi dat de ECB zich onvermoeibaar zou inzetten voor het

behoud van de eurozone: "*Binnen ons mandaat is de ECB bereid alles te doen wat nodig is om de euro te behouden. En geloof me, het zal genoeg zijn (...) We moeten deze financiële versnippering dus aanpakken door deze uitdagingen aan te gaan.*"

De staatsschuldencrisis, waarin verschillende Europese regeringen tussen 2010 en 2012 moeite hadden om geld te lenen, dwong de ECB om uitgebreide en onbepaalde steun te verlenen aan alle landen in de eurozone die met een reddingsoperatie voor hun staat te maken kregen. Deze zet voorkwam een onmiddellijke ramp, maar blies de balans van de ECB op tot ongekende hoogten en overspoelde de markt met liquiditeit.

Omdat de omgeving sindsdien is veranderd, staat de ECB voor een nieuwe uitdaging. Ze moet nu haar kader herijken om controle te houden over haar belangrijkste instrument: de korte rente. De recente



afbouw van haar balans en de inspanningen om de situatie te normaliseren, vereisen verdere aanpassingen van het monetaire beleidskader.

In deze veranderende omgeving staat de ECB voor cruciale beslissingen die van grote invloed zullen zijn op de ontwikkeling van de financiën in het eurogebied. Deze beslissingen wegen zwaar als de ECB rentevoeten en liquiditeitsoverschotten

probeert te beheersen in een economisch landschap dat buiten haar oorspronkelijke kader is geëvolueerd.

De vraag die opdoemt is of president Christine Lagarde het huidige "vloersysteem" zal handhaven, terug zal keren naar het "corridorsysteem" van vóór de crisis of misschien een hybride model zal introduceren dat controle en volatiliteit combineert.

Van prijsbewaker tot anker voor de eurozone.

De Europese Centrale Bank heeft een lange weg afgelegd sinds haar oprichting in 1999. De instelling, die aanvankelijk als hoofddoel had om de prijsstabiliteit te handhaven, zoals vastgelegd in het Verdrag van Amsterdam, wordt nu geleid door een voormalig directeur van het Internationaal Monetair Fonds en ex-minister van Economische Zaken van Frankrijk en is uitgegroeid tot een hoeksteen van het financiële stelsel van de eurozone.

Terwijl de ECB in het middelpunt van de belangstelling staat, verdienen de lidstaten van de eurozone erkenning voor hun inspanningen om de Europese eenheid hoog te houden. Desalniettemin

is de rol van de ECB aanzienlijk proactiever geworden in reactie op de zich veelvuldige crises die na 2008 ontstonden.

In het kielzog van Draghi's ambtstermijn luidde de ECB een tijdperk in van aanzienlijke monetaire interventie, gekenmerkt door talrijke renteaanpassingen, de invoering van negatieve rentetarieven, liquiditeitsinjecties en grootschalige obligatieaankopen. Gedurende de pandemie heeft de ECB een centrale rol gespeeld bij het ondersteunen van de economie van de eurozone en het aanpakken van de daaropvolgende uitdagingen als gevolg van de stijgende inflatie.

Onconventionele maatregelen voor ongekende uitdagingen

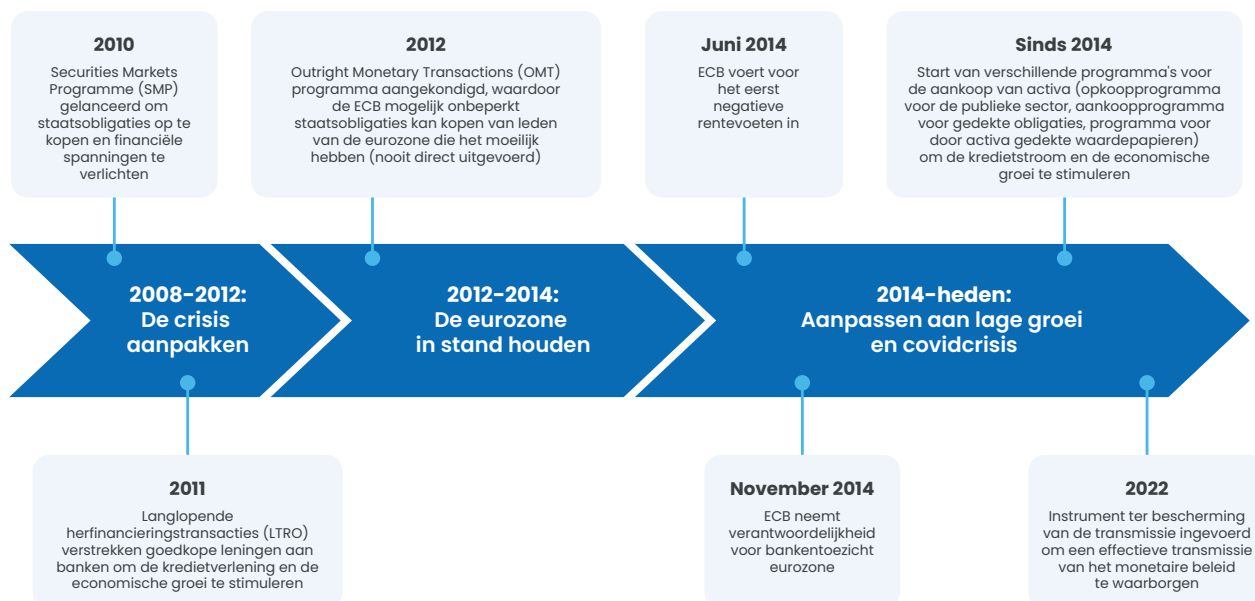
Hoewel inflatie een kerndoelstelling blijft, bracht de crisis van 2008 kwetsbaarheden in de eurozone aan het licht die vroegen om een proactievare ECB. Deze periode markeerde het begin van een belangrijke verschuiving, waarbij de centrale bank verschillende onconventionele maatregelen doorvoerde die hielpen een financiële ineenstorting te voorkomen en de economie van de eurozone te stabiliseren.

Ze hebben geholpen om:

- **Het vertrouwen in het Europese financiële systeem te herstellen:** door ervoor te zorgen dat de banken over voldoende liquiditeit beschikten, stelde de ECB beleggers gerust en voorkwam ze een bredere financiële paniek.
- **Kredietverstrekking te stimuleren en deflatie te voorkomen:** meer liquiditeit stimuleerde banken om vrijer te lenen aan bedrijven en huishoudens, waardoor de economische activiteit werd ondersteund. Door de geldhoeveelheid te verhogen en de financiële activiteit te ondersteunen, hielp de ECB voorkomen dat de inflatie te laag zou worden, wat de economische groei verder had kunnen belemmeren.

Afbeelding 1:

Reacties van de ECB op crises



Bron: ECB, Candriam, mei 2024

De invloed op de balans van de ECB

De verschillende grootschalige programma's voor de aankoop van activa die de Bank heeft uitgevoerd in een aanhoudend klimaat van lage groei, hebben de balans van de instelling de afgelopen tien jaar aanzienlijk uitgebreid.

De balans van de ECB in het kort

Gezien haar cruciale rol bij het vormgeven van de marktdynamiek en het sturen van het monetaire beleid, is de balans van de ECB een belangrijk instrument geworden voor het beheren van de financiële complexiteit. Het weerspiegelt zowel de omvang als de samenstelling van de activa en passiva van de ECB.

Hieronder volgt een vereenvoudigde uitsplitsing van de balans van de ECB:

Activa

- **Basisherfinancieringstransacties (MRO's) en langerlopende herfinancieringstransacties (LTRO's):** Basis- en langerlopende herfinancieringstransacties verschaffen liquiditeit aan banken.
- **Geldmarktportefeuilles:** Deze portefeuilles, waaronder het Asset Purchase Programme (APP) en het Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), injecteren liquiditeit in het systeem.
- **Overige activa:** Hieronder vallen niet-monetaire activa zoals goud, IMF-vorderingen en deviezenreserves.

Passiva

- **Deposito's van banken:** Som van de lopende rekeningen van banken en de depositofaciliteit.
- **Overheidsdeposito's:** Deposito's van EU-overheden.
- **Buitenlandse deposito's:** Deposito's van buitenlandse officiële instellingen.
- **Andere deposito's:** Deposito's van niet-bancaire financiële instellingen in de EU.
- **Bankbiljetten:** Eurobankbiljetten in omloop. Ze worden verdeeld over de verschillende nationale centrale banken en de ECB volgens de verdeelsleutel voor de toewijzing van bankbiljetten die is overeengekomen door de Raad van Bestuur.
- **Overige verplichtingen:** Deze omvatten kapitaalrekeningen en herwaarderingsrekeningen.

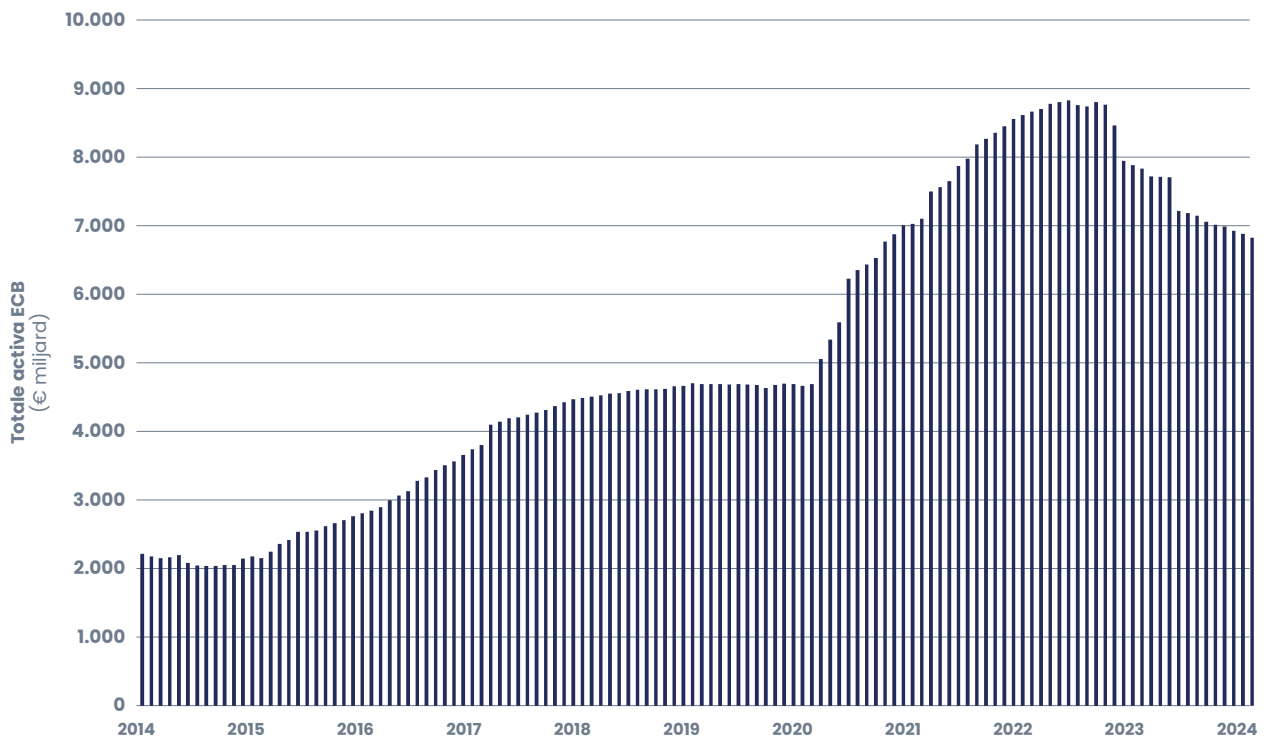
Bepaalde elementen van de balans van de ECB, bekend als "autonome factoren", vallen buiten haar directe controle. Deze factoren hebben een aanzienlijke invloed op de liquiditeitsverhoudingen, maar zijn geen direct gevolg van de monetairebeleidstransacties of de aangehouden reserves van de ECB. Deze autonome factoren kunnen een belangrijke bron van onzekerheid zijn bij het voorspellen van toekomstige liquiditeitsbehoeften binnen het bankwezen.

De ECB pompt het eurosysteem op

Het liquiditeitsoverschot, dat verwijst naar het overschot aan cash in het bankwezen boven de minimumreservevereisten, wordt rechtstreeks beïnvloed door de omvang en samenstelling van de balans van de ECB. Wanneer de ECB financieringsoperaties uitvoert voor kredietinstellingen, zoals ze de afgelopen tien jaar heeft gedaan, injecteert ze liquiditeit in het financiële stelsel. Deze liquiditeit stroomt door het systeem en wordt uiteindelijk verrekend als deposito's aan de passiefzijde van de balans van de ECB. Omgekeerd zou de afbouw van haar balans, door maatregelen zoals het afbouwen van de aankoop van activa, het liquiditeitsoverschot verminderen.

Afbeelding 2:

Liquiditeit eurozone: Een toename met een biljoen dollar



Bron: Candriam, Bloomberg, maart 2024

Om eerder toegelichte redenen is de balans van de ECB sinds 2012 aanzienlijk uitgebreid, tot bijna € 9 biljoen via obligatieaankopen en krediettransacties. Meer recentelijk zijn de onconventionele monetaire maatregelen van de ECB geleidelijk afgebouwd, waardoor haar balans is teruggebracht tot € 7 biljoen. Dit komt door de geleidelijke afbouw van leningen aan commerciële banken en de vermindering van de obligatieaankopen als gevolg van de waargenomen rust in de banksector en de stijgende inflatiedruk.



Risico's en voordelen van liquiditeitsoverschot

Het beheren van liquiditeitsoverschotten is een belangrijke taak voor centrale banken. Liquiditeitsoverschot kan de financiële stabiliteit ondersteunen en speelt daarom een cruciale rol bij het vormgeven van de effectiviteit van monetair beleid. Het vermindert de volatiliteit van de korte rente drastisch, waardoor de transmissie van het monetaire beleid naar de economie als geheel wordt afgevlakt. Het kan ook risico's met zich meebrengen, zoals het aanwakkeren van de vermogensprijsinflatie of het verstoren van de marktwerking.

Een vermindering van de liquiditeit zou het vermogen van banken om leningen te verstrekken echter kunnen beperken, waardoor de economische activiteit wordt belemmerd. Omgekeerd kan het leiden tot een grotere volatiliteit van de korte rente, wat de transmissie van het monetaire beleid naar de bredere economie negatief kan beïnvloeden. Daarom moeten centrale banken zorgvuldig nagaan wat het optimale niveau van het liquiditeitsoverschot is om hun beleidsdoelstellingen te bereiken en tegelijkertijd mogelijke neveneffecten te beperken.

In reactie op de veranderende economische omstandigheden heeft de ECB haar aanpak van de nieuwe uitdagingen actief aangepast, met bijzondere aandacht voor de uitbreiding van haar balans. De reeks geïmplementeerde maatregelen heeft vragen doen rijzen over het effect ervan op de liquiditeit, met als gevolg dat banken overtollige reserves aanhouden boven de wettelijke vereisten. Aangezien deze overtollige liquiditeit aanzienlijke gevolgen heeft voor zowel de financiële markten als de economische activiteit, houden analisten de impact van deze maatregelen op het bredere economische landschap nauwlettend in de gaten.

Het pad van de

De weg van de ECB naar liquiditeit.

De Europese Centrale Bank bevindt zich op een cruciaal punt. Na de eurozone met succes door de financiële crisis van 2008, de staatsschuldencrisis, de Covid-19-crisis en de daaropvolgende economische uitdagingen te hebben geloodst, staat ze nu voor een nieuwe en complexe uitdaging: het afbouwen van de aanzienlijke liquiditeitsmaatregelen die tijdens deze perioden zijn genomen. Terwijl eerdere strategieën handig inspeelden op de uitdagingen van hun tijd, vraagt het huidige landschap om een nieuwe aanpak. De ECB staat voor een delicate evenwichtsoefening in haar streven naar een naadloze overgang naar een meer genormaliseerd monetair beleid.

Corridor vs. Vloermechanismen en implicaties voor de rente

In de loop van haar geschiedenis heeft de ECB twee systemen gebruikt om de hoeveelheid geld die banken aanhouden te controleren: het corridorsysteem en het bodemsysteem. Het corridorsysteem van voor 2008 bood nauwkeurige controle over de kortetermijnrente, maar had moeite om de liquiditeitsbehoeften van banken nauwkeurig in te schatten. Omgekeerd vereenvoudigde het vloersysteem na de crisis de operaties, maar leidde het tot een verminderde interbancaire activiteit en andere nadelen.

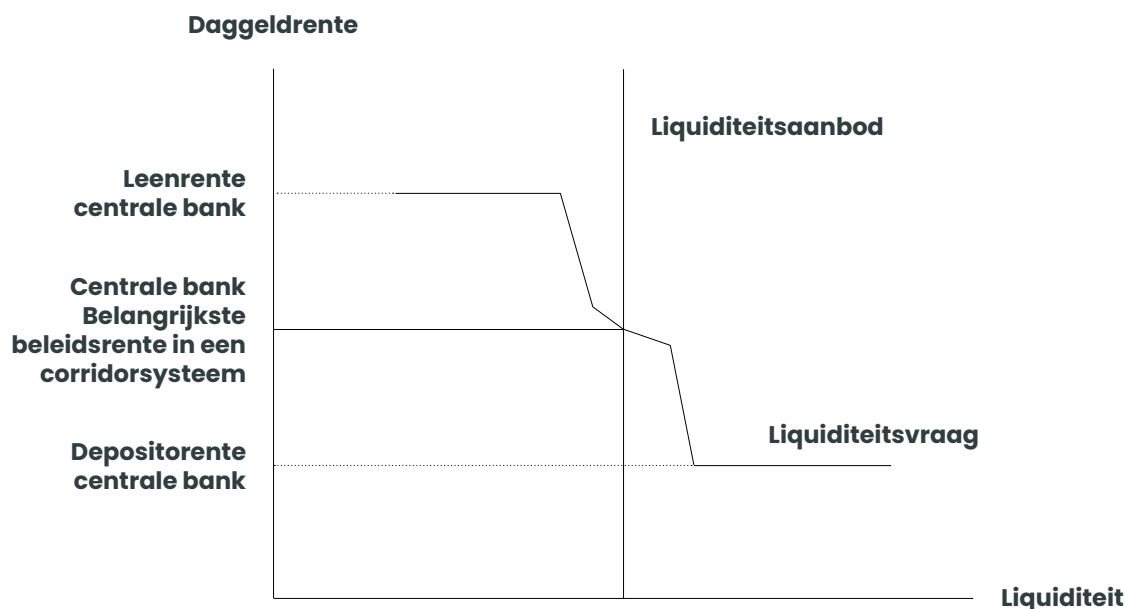
Het corridorsysteem: De geldstroom beheren

Vóór 2008 hanteerde de ECB een "corridorsysteem" voor monetair beleid, waarbij banken op maat gemaakte reserves kregen om de interbancaire kortetermijnrente binnen een bepaalde bandbreedte te houden. Het doel van deze aanpak was ervoor te zorgen dat banken voornamelijk liquiditeiten uitwisselden op de interbancaire markt in plaats van te lenen van de marginale beleningsfaciliteit van de^{ECB} of cash te storten in de depositofaciliteit.

In de praktijk hield dit systeem in dat de interbancaire rente zich bewoog tussen de depositorente (de ondergrens) en de marginale beleningsfaciliteit (de bovengrens), waarbij de ECB de door middel van herfinancieringstransacties verschaftte liquiditeit aanpaste om de rente in de richting van het midden van de bandbreedte te sturen (T1 in afbeelding 4).

Afbeelding 3:

Het corridorsysteem



Vraag naar en aanbod van liquiditeit in een corridorsysteem met reserveverplichtingen gedurende een aanhoudingsperiode.

Bron: Candriam, maart 2024

1 - De marginale beleningsrente is de rente die banken betalen als ze geld lenen van de ECB voor één dag. Als ze dit doen, moeten ze onderpand geven, bijvoorbeeld waardepapieren, om te garanderen dat het geld wordt terugbetaald.

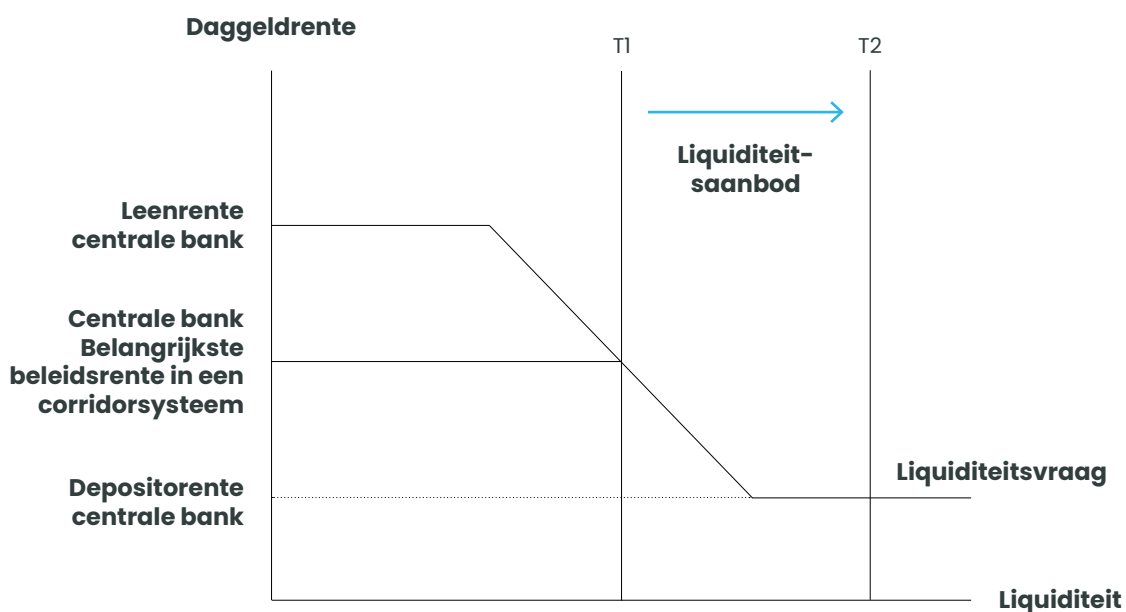
Dit systeem bracht echter uitdagingen met zich mee, met name wat betreft het nauwkeurig inschatten van de liquiditeitsbehoeften van banken. Een overschatting kan de korte rente verstoren, terwijl een onderschatting kan leiden tot liquiditeitstekorten, vooral op bepaalde momenten. Bovendien zou een veelvuldig beroep op de marginale beleningsfaciliteit kunnen duiden op financiële zwakte, wat de reputatie van een bank zou kunnen schaden en het gebruik ervan zou kunnen ontmoedigen, waardoor de effectiviteit ervan afneemt.

Het vloersysteem: Een stortvloed aan geld

Sinds 2014 heeft de Europese Centrale Bank, net als de Federal Reserve (Fed), haar rol als financiële brandweerman gehandhaafd, maar de vlammen zijn gedoofd. Hierbij wordt liquiditeit in het financiële stelsel geïnjecteerd door middel van obligatieaankopen en reguliere bankleningstransacties (herfinancieringstransacties). Momenteel lopen de banken over van de reserves, waardoor de kortetermijnrente dicht bij de depositorente van de ECB (T2 in afbeelding 4) ligt - de rente waartegen banken overtollig contant geld kunnen deponeren.

Afbeelding 4:

Het vloersysteem



Vraag naar en aanbod van liquiditeit van corridor- naar vloersysteem.

Bron: Candriam, maart 2024

Het vloersysteem lijkt gestroomlijnd en eenvoudig, omdat de ECB niet langer nauwgezet de exacte liquiditeitsbehoeften van banken hoeft af te stemmen. Achter deze ogenschijnlijk eenvoudige oplossing gaan echter onderliggende bijwerkingen schuil:

- **Verminderde interbancaire activiteit:** Lagere risicobereidheid door minder interbancaire leningen.
- **Activaschaarste:** De aankopen van obligaties door de ECB hebben de beschikbaarheid van hoogwaardige activa verminderd.
- **Hoge financieringskosten:** Het aanhouden van overtollige liquiditeit tegen positieve rentetarieven is duur voor de ECB.
- **Gecomprimeerde termijnpremie:** Overtollige liquiditeit dempt risicopremies, waardoor de rentecurve vlakker wordt. Hoewel het verkleinen van het renteverskil tussen de Europese landen de oorspronkelijke doelstelling van de ECB was, ontstonden er later negatieve effecten toen het risico van landen en schuldemittenten niet langer werd opgemerkt.

Afbeelding 5:

De belangrijkste verschillen tussen beide mechanismen

Functie	Corridorsysteem	Vloersysteem
Interbancaire activiteit	Sterke stimulans om onderling balansreserves uit te wisselen, waardoor het financiële systeem minder afhankelijk wordt van liquiditeit van de centrale bank	Minder incentives voor interbancaire activiteit
Risicopremie	Risico volledig geprijsd, transparant in instrumenten	De rentecurve vlakke af en de termijnpremiecomponent van de obligatierente drukte over de hele termijnstructuur. Asset swap spreads en beschikbaar onderpand beïnvloed door de afbouw van de stimuleringsmaatregelen van de ECB
Financiële kosten	Zeer beperkte kosten voor ECB	Het huidige klimaat van positieve rentetarieven, in combinatie met de aanzienlijke overtollige liquiditeit van de ECB en een uitpuilende balans, maken de situatie extreem duur voor de centrale bank ²

2 - Dit komt door het verschil tussen de rente waartegen de ECB haar reserves vergoedt en wat ze verdient op haar activa, het is nu extreem duur voor de ECB in de huidige omgeving.

Dansen op de slappe koord van overtollige liquiditeit

In reactie op de nieuwe economische context, die wordt gekenmerkt door inflatoire druk, staat de ECB voor een uitdagende en veelzijdige taak: het opweilen van de aanzienlijke overtollige liquiditeit in het financiële stelsel van de eurozone zonder onbedoelde gevolgen te veroorzaken.

Een delicaat evenwicht

Deze situatie vereist een delicate evenwichtsoefening tussen verschillende cruciale overwegingen:

- **Inflatie vs. groei:**

- **Inflatie beteugelen:** overtollige liquiditeit kan inflatoire druk aanwakkeren door prijzen te verstoren. De ECB moet de liquiditeit geleidelijk afbouwen om te voorkomen dat de inflatie uit de hand loopt.
- **Ondersteuning van de economische groei:** een te snelle vermindering van de liquiditeit kan de economische en bancaire activiteit temperen doordat krediet duurder wordt voor bedrijven en huishoudens. De ECB moet ervoor zorgen dat het tempo van de afbouw gematigd is, zodat de groei niet wordt belemmerd.

- **Financiële stabiliteit vs. marktverstoringen:**

- **Handhaving van de financiële stabiliteit:** een plotselinge of agressieve terugtrekking van liquiditeit zou financiële instabiliteit kunnen veroorzaken door een liquiditeitskrapte in het bankwezen teweeg te brengen. De ECB moet ervoor zorgen dat het afbouwproces de risico's voor banken en andere financiële instellingen tot een minimum beperkt.
- **Marktverstoringen vermijden:** snelle veranderingen in liquiditeitsomstandigheden kunnen leiden tot marktvolatiliteit en correcties van vermogensprijzen. De ECB moet het proces zorgvuldig beheren om verstoringen op de financiële markten tot een minimum te beperken.

- **Transparantie en communicatie:**

- **Duidelijke communicatie:** de ECB moet haar plannen en strategieën voor het beheer van overtollige liquiditeit effectief communiceren naar de marktdeelnemers. Dit helpt om verwachtingen te beheren en onnodige marktvolatiliteit te vermijden.

- **Geloofwaardigheid behouden:** de instelling moet laten zien dat ze zich inzet voor het bereiken van de inflatiedoelstelling en prijsstabiliteit. Dit versterkt haar geloofwaardigheid en helpt de inflatieverwachtingen te verankeren en de volatiliteit van de activa in de eurozone te beperken.



De huidige instrumenten van de ECB

Naast de beleidsrente zijn de onconventionele maatregelen van cruciaal belang geworden voor het voeren van monetair beleid tijdens de crisis. Het terugtrekken van een aantal van hen zal essentieel zijn om het afbouwproces in goede banen te leiden, waaronder:

- **De omvang van de activaportefeuille van de ECB verkleinen (kwantitatieve verkrapting, QT):** dit houdt in dat aflopende activa geleidelijk van de balans worden gehaald zonder dat de aflossingen opnieuw worden geïnvesteerd. Dit proces vermindert direct de hoeveelheid liquiditeit in het systeem.
- **Rentevoeten en toewijzingsprocedure voor liquiditeitsinjecties:** De liquiditeit kan worden verminderd door de vaste of variabele rente die wordt toegepast op de één- en driemaands herfinancieringstransacties en door gedeeltelijke toewijzing.
- **Verplichte reserves:** de ECB kan de minimumreservevereisten geleidelijk verhogen, waardoor banken gedwongen worden om meer cash aan te houden op ECB-rekeningen. Dit kan helpen om overtollige liquiditeit te absorberen.
- **Overheidsdeposito's:** een wijziging in de bovengrens voor de vergoeding van overheidsdeposito's zou liquiditeit uit het bankwezen kunnen onttrekken (ongeveer € 150 miljard).

Uiteindelijk hangt het succes van de evenwichtsoefening van de ECB af van de zorgvuldige kalibratie van haar acties. Het tempo en de mate van liquiditeitsvermindering, evenals het instrument, moeten worden afgestemd op het veranderende economische landschap en de marktdynamiek. Dit vereist een grondige analyse en de bereidheid om de aanpak aan te passen als de omstandigheden veranderen.

De toekomst van liquiditeitsbeheer in de eurozone.

Nu de economische omstandigheden verbeteren en de inflatie terugvalt naar 2%, is er geen dwingende reden voor de ECB om een kader van overtollige liquiditeit en een vloer te handhaven.

Afbeelding 6:

Een betere economische toekomst

	2022	2023	2024	2025
Bbp	3,4	0,5	0,4	1,0
Inflatie	8,4	5,4	2,4	2,0
Depositorente ECB	2,0	4,0	3,25	2,5
10-jaars rente	2,6	2,0	2,5	2,4

Bron: Candriam, Bloomberg, ECB, maart 2024

Om haar aanpak te normaliseren, is de instelling begonnen met kwantitatieve verkrappingsmaatregelen, waarbij ze haar balans geleidelijk verkleint door de aankoop van obligaties af te bouwen en obligaties die op vervaldag komen op natuurlijke wijze te laten aflopen. Deze belangrijke verschuiving van ongekende monetaire stimulering naar voorzichtige normalisering is gericht op het beheersen van de inflatie en de vermogensprijsinflatie, terwijl de financiële stabiliteit en de economische groei worden ondersteund. De ECB moet deze maatregelen zorgvuldig beheren om een soepele overgang te garanderen zonder de markten of de bredere economie te verstoren.

Een koers voorwaartsuitstippelen

Het toekomstpad van het beheer van de overtollige liquiditeit in de eurozone is onzeker. Met drie mogelijke scenario's in het verschiet, elk met verschillende implicaties voor financiële instellingen, marktstabiliteit en het algehele tempo van normalisatie, zal innovatie voor de ECB van cruciaal belang zijn om de overtollige liquiditeit die zij heeft gecreëerd te beheren.

Monetaire portefeuille en aannames

Volgens Isabel Schnabel, lid van de directie van de ECB, zou het liquiditeitsoverschot in de eurozone met nog eens € 1,4 biljoen moeten afnemen tot ongeveer € 2,1 biljoen tegen het einde van 2025. Hoe wordt dat mogelijk gemaakt?

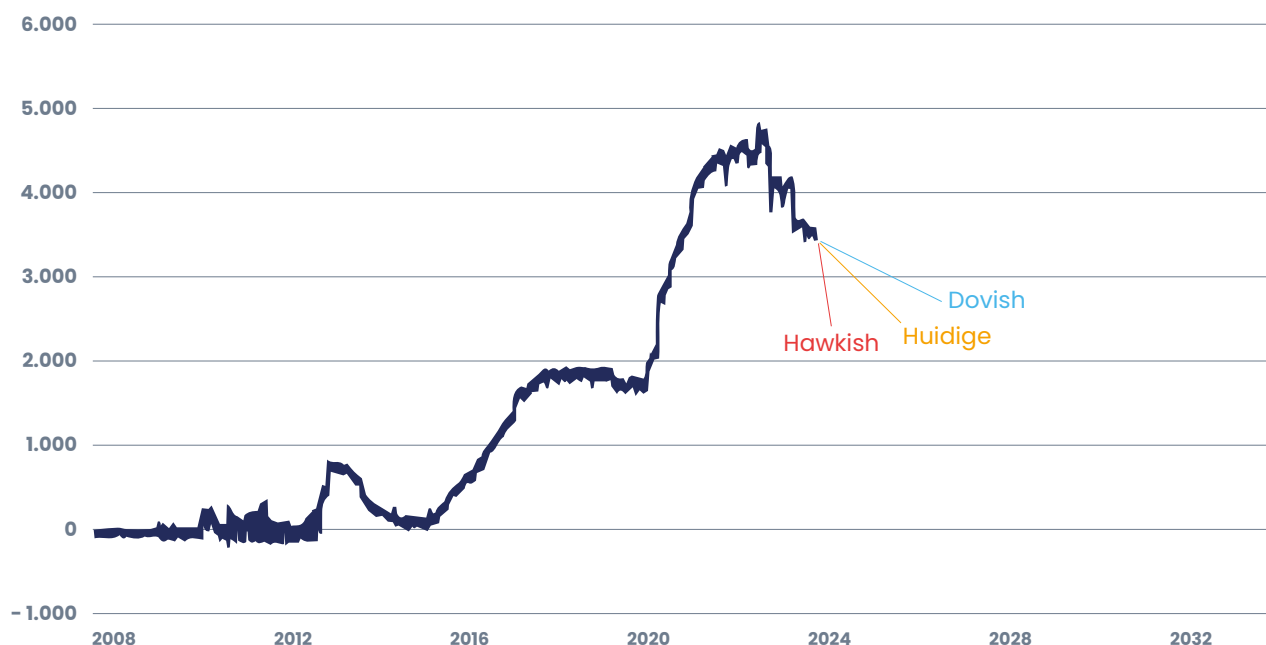
Dit vereist dat de instelling het geweer van schouder verandert, een uitdaging die zich in drie verschillende scenario's ontvouwt:

- **De geldstroom in stand houden:** In dit dovish scenario blijft de ECB aflossingen van aflopende activa herinvesteren in haar portefeuille. Hierdoor wordt het huidige liquiditeitsniveau gehandhaafd, waardoor de verstoring tot een minimum wordt beperkt, maar het afbouwproces mogelijk langer duurt en de inspanningen om de inflatie te bestrijden worden belemmerd.
- **Een soepele afbouw:** De ECB voert een geleidelijke liquiditeitsafbouw door door de herbelegging van vervallende activa te vertragen. Deze evenwichtige aanpak is erop gericht de inflatie te beheersen en tegelijkertijd de marktvolatiliteit te minimaliseren. Het tempo van de verlaging zou zorgvuldig worden gekalibreerd op basis van economische gegevens en marktomstandigheden.
- **Een snelle afbouw:** Dit hawkish scenario behelst een agressievere aanpak, waarbij de ECB de liquiditeit snel verlaagt door een aanzienlijke vermindering van de herbeleggingen of zelfs door de verkoop van activa. Hoewel ze de bezorgdheid over de inflatie snel kan wegnemen, brengt het ook een hoger risico van marktturbulentie en financiële instabiliteit met zich mee, wat een liquiditeitskrapte voor banken kan veroorzaken.

Afbeelding 7:

De strategieën voor liquiditeitsbeheer van de ECB

— Overtollige liquiditeit



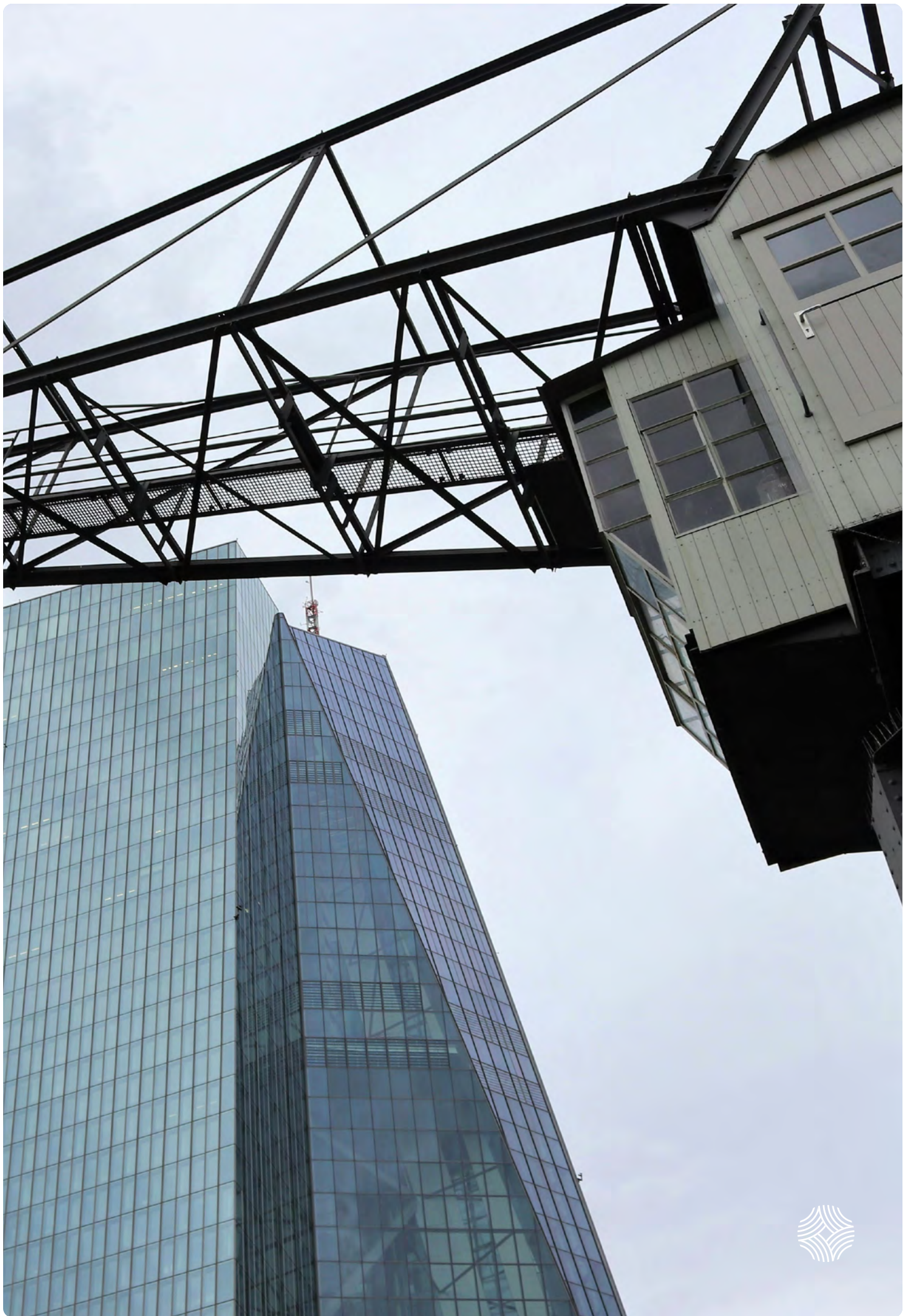
Bron: Candriam, Bloomberg, maart 2024

Op basis van een geleidelijk afbouwtraject zal de overtollige liquiditeit in de eurozone eind 2024 naar verwachting ongeveer €3 biljoen bedragen, wat meer is dan de prognoses van Isabel Schnabel. Tegen het einde van 2025 zal het naar verwachting verder afnemen tot ongeveer € 2,4 biljoen. Dit hoge niveau van overtollige liquiditeit zal naar verwachting tot ten minste 2028 aanhouden en iets meer dan € 1 biljoen bedragen.

Toekomstige richtlijnen: Innoveren voor veerkracht

Daarom heeft de ECB 2026 vastgesteld als streefdatum voor het verschaffen van meer gedetailleerd inzicht in haar twee aanvullende innovatieve programma's die gericht zijn op het faciliteren van een soepele overgang tijdens de verlengde periode van verbeterde liquiditeit: een structurele effectenportefeuille en structurele langerlopende krediettransacties.

- **Structurele effectenportefeuille:** de ECB gaf weinig details over haar nieuwe portefeuille en benadrukte dat deze het monetaire beleid niet zal verstoren. Staatsobligaties met een korte looptijd zullen prioriteit krijgen om verstoringen in kredietspreads en termijnpremies te voorkomen. De toewijzing van de kapitaalverdeelsleutel blijft ongewijzigd om marktneutraliteit te garanderen. Aangezien deze portefeuille tot doel



heeft liquiditeitsinstrumenten te diversifiëren en de toewijzing van middelen te optimaliseren door gerichte injecties en een breder scala aan aanvaarde effecten mogelijk te maken, zou deze kunnen voorzien in specifieke liquiditeitsbehoeften in het financiële stelsel en tegelijkertijd de stabiliteit kunnen bevorderen.

- **Structurele langerlopende krediettransacties:** de ECB heeft de invoering van nieuwe LTRO's die rekening zouden kunnen houden met klimaatveranderingsoverwegingen uitgesteld. Details zoals allocatiemethoden, rentevoeten, looptijden en onderpandvereisten worden nog besproken. Als deze LTRO's eenmaal zijn ingevoerd, kunnen ze banken regelmatige toegang bieden tot financiering op langere termijn (meer dan 3 maanden), wat mogelijk gunstig is voor banken met een lagere rating. De ECB streeft ernaar deze LTRO's zodanig vorm te geven dat ze de financiële stabiliteit bevorderen en de economische bedrijvigheid ondersteunen.

De geldmarktfenix herrijst

Nu de economische omstandigheden zijn verbeterd en de inflatiedruk aanwezig blijft, herziet de ECB haar expansieve monetaire beleid, een verandering die belangrijke gevolgen kan hebben voor de geldmarkten.

Inzicht in geldmarktrente

Na de recente aankondigingen van de ECB kunnen er verschillende belangrijke veranderingen plaatsvinden op de geldmarkten:

- **Onzekere toekomst voor daggeldrentes:** De invoering van de €STR³, een rentebenchmark voor banken in de eurozone, heeft voor onduidelijkheid gezorgd in de dynamiek van de daggeldtarieven, die traditioneel door Eonia worden gemeten⁴. Verschillende regelgevingen die sinds 2014 zijn geïmplementeerd (bancair liquiditeitssysteem) kunnen de ontwikkeling van de overnight financieringskosten verder bemoeilijken, wat leidt tot onzekerheid in de nabije toekomst. Bovendien heeft de ECB besloten niet-banken in dit stadium geen directe toegang tot de depositofaciliteit te verlenen, waardoor de onmiddellijke impact op de €STR wordt beperkt.

3 - De Euro Short-Term Rate (€STR) is een benchmark voor de dagrente die de leenkosten van banken in de eurozone weergeeft en wordt berekend en gepubliceerd door de Europese Centrale Bank.

4 - De Euro Overnight Index Average (Eonia) is het gemiddelde dagreferentietarief waarvoor Europese banken elkaar leningen in euro's verstrekken.



- **Liquiditeitsoverschot verminderen:** Verwacht wordt dat de verkrappende maatregelen van de ECB het liquiditeitsoverschot in het financiële stelsel van de eurozone geleidelijk zullen terugdringen. Deze verlaging kan leiden tot een ont koppeling van de €STR en de depositorente, waardoor de €STR/BOR⁵-basis kan verbreden en de kosten voor kortetermijnleningen voor banken en andere entiteiten kunnen stijgen. Een aanzienlijke vermindering van het liquiditeitsoverschot, geschat op ongeveer 500-750 miljard euro, kan nodig zijn om een significant effect op de korte rente waar te nemen.
- **Heropleving van de interbancaire markt:** Door de verminderde toegang tot goedkope ECB-fondsen zullen banken voor liquiditeit mogelijk steeds meer een beroep doen op interbancaire leningen. Dit zou kunnen leiden tot een opleving van de interbancaire leningen, wat na verloop van tijd de uitgifte van commercial paper door banken zou kunnen stimuleren en kortetermijnrentes zoals Euribor⁶ zou kunnen beïnvloeden. De mate van deze opleving zal afhangen van de mate van de terugtrekking van liquiditeit en de marktomstandigheden.

De ECB wil deze overgang in goede banen leiden door het verschil tussen haar beleidsrente en de depositorente te verkleinen. Deze aanpassing is bedoeld om de potentiële volatiliteit in de daggeldtarieven te beheersen en de financieringskosten op korte termijn binnen beheersbare grenzen te houden.

Een mogelijke heropleving van geldmarktfondsen?

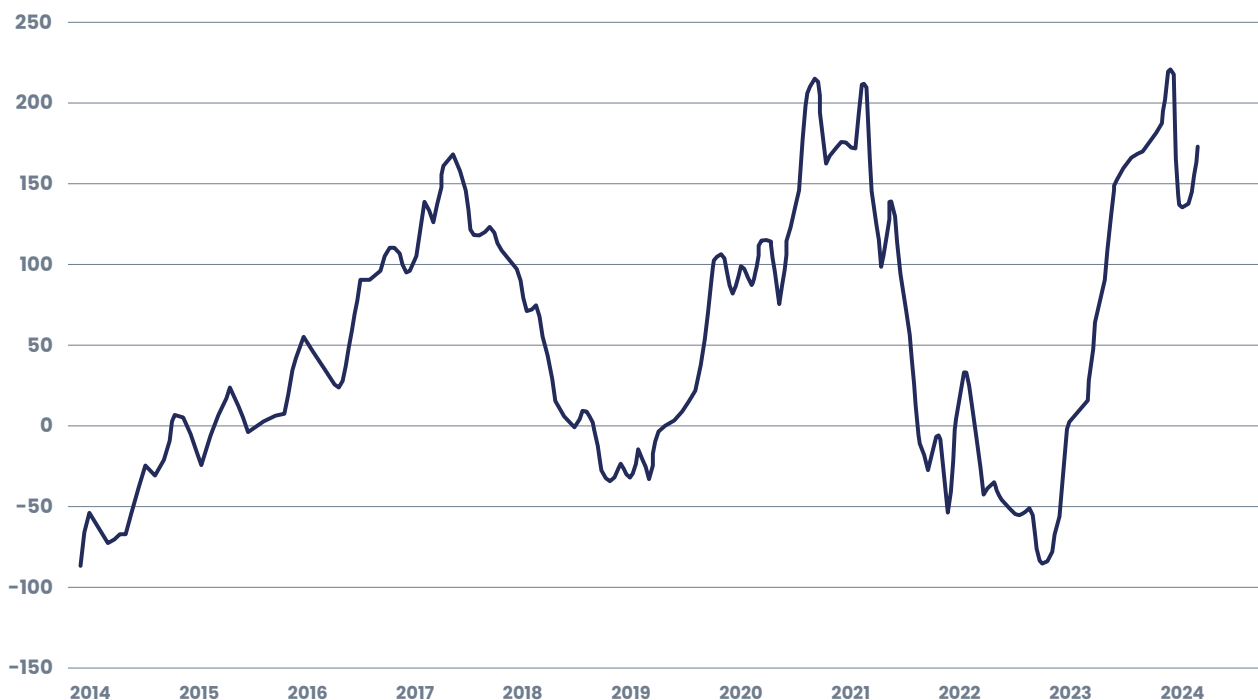
Terwijl de Europese Centrale Bank haar greep op de geldhoeveelheid verstevigt, is er een verschuiving gaande die een oude favoriet nieuw leven kan inblazen: geldmarktfondsen. Deze fondsen zullen naar verwachting weer een belangrijke rol gaan spelen als kanaal voor liquiditeitstransmissie binnen het Europese financiële stelsel.

5 - Dit is de spread tussen de daggeldrente in euro en de 3-maands interbancaire rente periode. Een goede indicator van de gezondheid van de financiële sector, meet de risicopremie die een bank vereist om liquiditeit uit te lenen aan een andere bank.

6 - De Euro Interbank Offered Rate (Euribor) dient als basisrente voor interbancaire leningen in de Europese Unie en wordt ook gebruikt als referentie voor het vaststellen van rentetarieven op verschillende leningen.

Afbeelding 8:

Europese geldmarktfondsen zien recordinstroom



Bron: EFAMA-Geldmarktfondsen, Nettoverkopen van icbe's, miljard EUR, jaarlijkse instroom, laatste waarneming is december 2023.

Geldmarktfondsen kunnen een aantrekkelijke keuze worden voor beleggers die op zoek zijn naar zowel veiligheid als potentiële rendementen. In de huidige marktomstandigheden kan het aanhouden van contanten in geldmarktfondsen voordelig zijn, vooral omdat contanten door de rendementscurve winstgeverder kunnen zijn dan traditionele bankdeposito's. Daarnaast bieden geldmarktfondsen diversificatievoordelen door te beleggen in verschillende kortetermijnactiva van hoge kwaliteit om het risico te spreiden en marktschommelingen te beperken. Zo kunnen beleggers de volatiliteit beheren en tegelijkertijd inkomsten genereren uit hun contanten.

In tijden van economische onzekerheid kan het moeilijk zijn om door de financiële markten te navigeren. Geldmarktfondsen bieden een eenvoudigere oplossing door de fondsen van beleggers samen te voegen en professioneel beheer toe te passen, waardoor particulieren kunnen deelnemen aan de geldmarkt zonder uitgebreide financiële expertise.

Meer een kwestie van marktvolatiliteit dan van corridor of vloer

Nu de beperkingen van de traditionele corridor- en vloersystemen steeds duidelijker worden, erkent de in Frankfurt gevestigde instelling de noodzaak van een meer aanpasbare benadering van liquiditeitsbeheer in de eurozone. De ECB wil echter opties op tafel houden om maximale flexibiliteit te behouden zonder beleggers te veel informatie te geven, en zo tot ten minste 2026 controle te houden over de marktvolatiliteit.

In een dergelijke context zou de ECB kunnen kiezen tussen twee systemen voor liquiditeitsbeheer: een vraaggestuurd vloersysteem of een hybride aanpak.

Een dynamisch vraaggestuurd vloersysteem

Bij deze aanpak zou de ECB overgaan op een meer vraaggestuurde strategie als onderdeel van een systeem waarbij banken geld kunnen lenen van de ECB wanneer ze dat nodig hebben. Deze aanpak zou banken in staat stellen om naar behoefte liquiditeit op te vragen via repotransacties, d.w.z. de regelingen waarbij banken geld lenen van de ECB in ruil voor onderpand, zoals de Bank of England heeft gedaan.

In tegenstelling tot het traditionele model is deze methode erop gericht de ECB beter in staat te stellen snel te reageren op fluctuaties in de vraag naar liquiditeit. Door het verstrekken van liquiditeit nauw af te stemmen op de marktbehoeften bevordert het de efficiëntie, een billijke verdeling

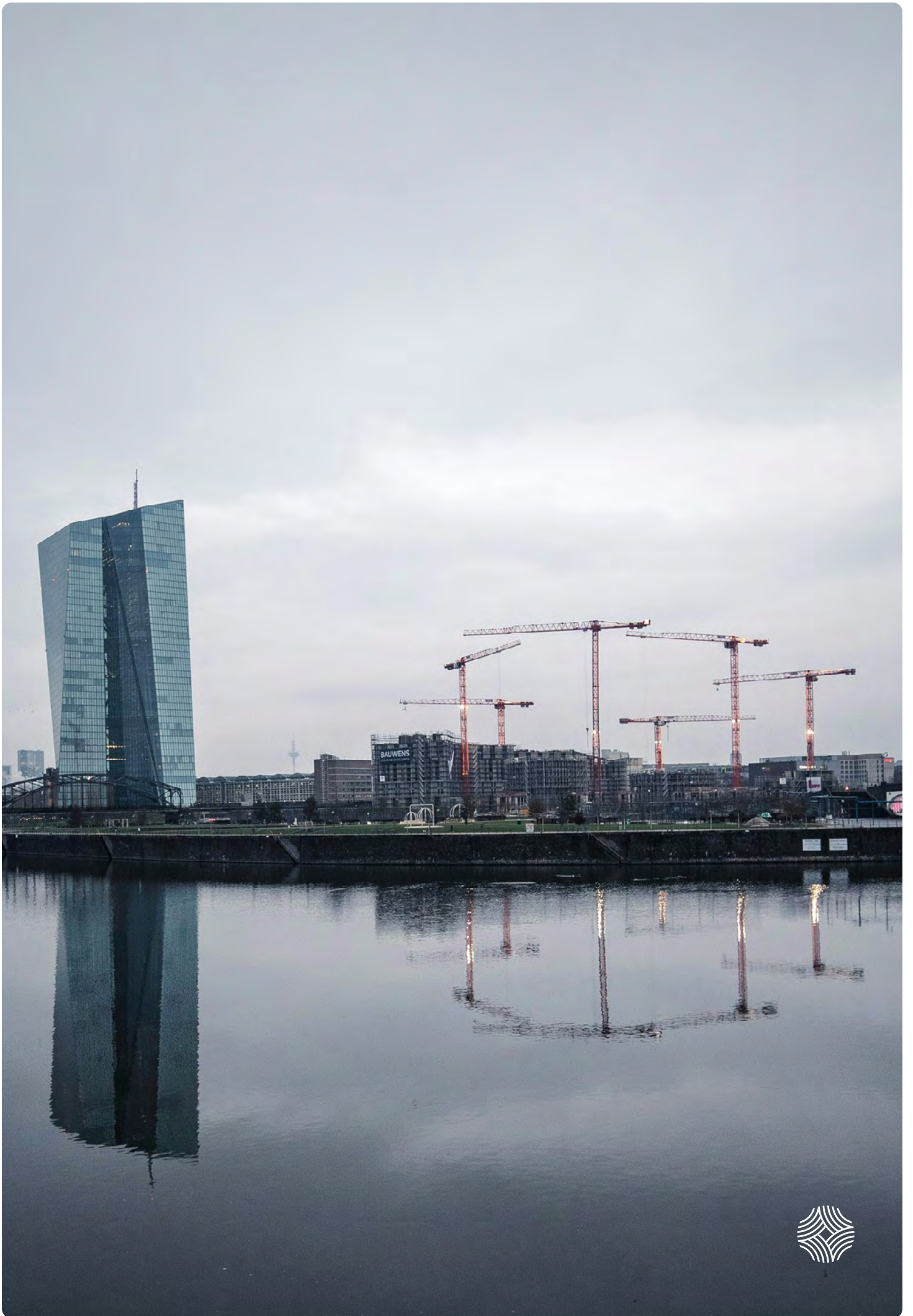
van liquiditeit over financiële instellingen en de algehele marktstabiliteit.

De hybride benadering

Dit model combineert elementen van zowel het corridorsysteem als het vloersysteem en zorgt voor een balans tussen precisie en flexibiliteit in liquiditeitsbeheer. Door een niveau van overtollige reserves aan te houden dat een zeer lage volatiliteit van de korte rente mogelijk maakt, en tegelijkertijd aspecten van de nauwkeurigheid van het corridorsysteem in te bouwen, streeft de ECB ernaar de effectiviteit van haar monetaire beleidstransacties te optimaliseren.

Deze strategie maakt een genuanceerde reactie op veranderende marktomstandigheden mogelijk, terwijl potentiële nadelen zoals een overschot aan liquiditeit of volatiliteit in de korte rente worden beperkt.

Hoe het toekomstige systeem er ook uit komt te zien, de ECB bevindt zich op een cruciaal punt en staat voor de complexe uitdaging om van een onconventioneel monetair beleid over te stappen op een meer genormaliseerde koers. Het vermogen van de ECB om het liquiditeitsoverschot effectief aan te pakken, de financiële stabiliteit te behouden en duurzame economische groei in de eurozone te bevorderen, zal van cruciaal belang zijn. Om dit pad te bewandelen is zorgvuldige planning, innovatief denken en een goed begrip van de veranderende marktdynamiek nodig.



Conclusie: Flexibiliteit omarmen in een veranderend landschap?

Terwijl de leden van de eurozone hebben gestreefd naar Europese eenheid, heeft de Europese Centrale Bank een belangrijke transformatie ondergaan, waarbij ze van een passieve waarnemer is veranderd in een actieve bewaker van de financiële stabiliteit in de eurozone. Deze ontwikkeling onderstreept haar engagement om niet alleen de inflatie te beheersen en marktverstoringen te corrigeren, maar ook om duurzame groei te bevorderen. Het is echter een delicate evenwichtsoefening om door het huidige complexe landschap te navigeren.

De ECB moet doortastend reageren op dringende kwesties zoals inflatie, maar tegelijkertijd de flexibiliteit behouden om zich aan te passen aan onvoorziene omstandigheden. Het bewust uitstellen van de aankondiging van de details van nieuwe beleidsinstrumenten tot 2026 is tekenend voor deze aanpak en voor de volwassenheid van de instelling op het gebied van communicatie. Deze strategische zet stelt de ECB in staat marktverstoringen tot een minimum te beperken en haar vermogen om effectief te reageren op veranderende economische dynamiek te optimaliseren.

Door een gematigde aanpak met een geleidelijke openbaarmaking van informatie kan de ECB zorgen voor een naadloze overgang naar haar nieuwe

beleidskader. Dit bevordert de marktstabiliteit door beleggers de kans te geven hun strategieën aan te passen, waardoor het risico van potentiële schokken wordt verkleind.

Bovendien opent de strakkere greep van de ECB op de geldhoeveelheid de deur voor de heropleving van geldmarktfondsen als belangrijke speler in het Europese financiële systeem. Deze fondsen bieden een aantrekkelijk alternatief voor traditionele bankdeposito's, vooral in het licht van een potentieel winstgevender rendementscurve. Door een pool van kortetermijnactiva van hoge kwaliteit professioneel te beheren, kunnen geldmarktfondsen beleggers helpen om de marktvolatiliteit te weerstaan en zelfs in onzekere economische tijden inkomsten te genereren uit hun geldreserves.

Ondanks de onzekerheden die voor ons liggen, geeft de vastberadenheid van de ECB om de financiële stabiliteit te behouden vertrouwen in de langetermijnvooruitzichten van de eurozone. Terwijl de in Frankfurt gevestigde instelling zich blijft ontwikkelen en aanpassen, blijft haar niet-aflatende focus op het stimuleren van een gezonde economie van de eurozone een hoeksteen van stabiliteit in een steeds onzekerder wereldlandschap.



145 miljard €

activa in beheer
op december 2023*



+600

experten
tot uw dienst



+25 jaar

Koploper in
duurzaam beleggen

Dit document wordt alleen voor informatieve en educatieve doeleinden verstrekt en kan de mening en eigendomsinformatie van Candriam bevatten, het vormt geen aanbod om financiële instrumenten te kopen of te verkopen, noch vormt het een beleggingsaanbeveling of een bevestiging van enigerlei transactie, tenzij uitdrukkelijk overeengekomen. Hoewel Candriam de gegevens en bronnen in dit document zorgvuldig selecteert, kunnen fouten of weglatingen niet a priori worden uitgesloten. Candriam kan niet aansprakelijk worden gesteld voor directe of indirecte schade als gevolg van het gebruik van dit document. De intellectuele eigendomsrechten van Candriam moeten te allen tijde worden gerespecteerd, de inhoud van dit document mag niet worden gereproduceerd zonder voorafgaande schriftelijke toestemming.

*Met ingang van 31/12/2022 heeft Candriam de berekeningsmethode voor het beheerd vermogen gewijzigd, en het beheerd vermogen omvat nu bepaalde activa, zoals niet-discretionair beheerd vermogen, externe fondselectie, overlay-diensten, waaronder ESG-screeningdiensten, [adviesdiensten], white labeling-diensten en diensten voor de levering van modelportefeuilles die niet in aanmerking komen als gereguleerd beheerd vermogen, zoals gedefinieerd in het formulier ADV van de SEC. Beheerd vermogen wordt gerapporteerd in USD. Beheerd vermogen dat niet in USD is uitgedrukt, wordt omgerekend tegen de contante koers op 31/12/2023.



CANDRIAM. INVESTING FOR TOMORROW.

WWW.CANDRIAM.COM

CANDRIAM 
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY