

MACRO

Is het einde van de inverse rentecurve nabij?



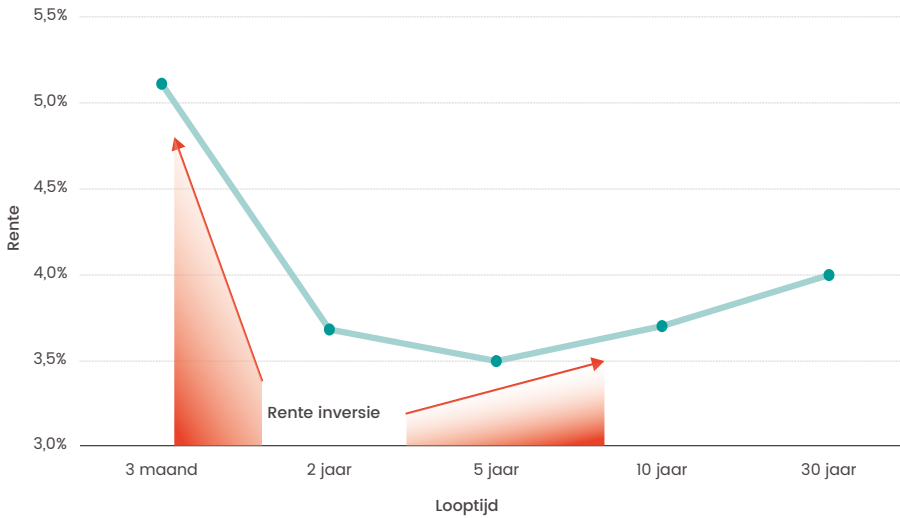
Tekst **Suzanne Merckx**

Voor veel gezinnen zijn de zomermaanden een moment van ontspanning en rust, maar op de beurzen was er deze zomer van komkommertijd zeker geen sprake. Tegenvallende kwartaalresultaten van bedrijven zoals Intel en de twijfel of bedrijven zoals Nvidia in de toekomst voor de verwachte cashflows zullen blijven zorgen, deden de beurzen even op hun grondvesten daveren. De stijgende werkloosheidsgraad en toenemende werkloosheidsaanvragen gaven de indruk dat de Amerikaanse economie toch niet zo robuust was als gedacht. Het werd even spannend toen de Bank of Japan haar

kortetermijnrente voor de tweede keer in 17 jaar optrok van 0,1% naar 0,25%, wat mede ten gevolge van de carry trades een enorme uitverkoop op de beurzen veroorzaakte. Vooral technologieaandelen, die de laatste twee jaar sterk gestegen waren, deelden hierbij als eersten in de klappen. Met een dagcorrectie van 3,4% staat 5 augustus gemarkeerd als een van de meest rode dagen van de S&P 500 sinds september 2022. Ondertussen is de paniekgolf gekalmeerd en noteert de S&P 500 alweer aan recordniveaus. Een soft landing behoort nog altijd tot de verwachtingen.

Grafiek 1: De rentecurve in de VS

Bron: US Department of the Treasury, 09/09/2024



De tegenvallende economische cijfers in augustus waren voor veel beleggers het teken dat ook de VS niet van een recessie gespaard zou blijven, wat beleggers massaal naar obligaties deed vluchten. Voor het eerst in 25 maanden kwam zo de 2 jaars-rente terug in de buurt van de 10 jaars-rente (grafiek 1). De hoop wakkerde immers aan dat de centrale banken de rente in september 2024 zouden verlagen, wat intussen ook gebeurde. Voor de ECB betekende dit een tweede verlaging met 0,25% terwijl het voor de FED pas de eerste renteverlaging was, weliswaar ineens met 0,50%.

Komt in 2024 met andere woorden na 2 jaar een einde aan de inverse rentecurve?

Wat is een inverse rentecurve?

In normale omstandigheden is de langetermijnrente hoger dan de kortetermijnrente. Dat wordt ook wel een normale rentecurve genoemd. Het rendement langs zo'n curve stijgt naarmate de looptijd van obligaties langer wordt. Zo wordt het risico en de onzekerheid die gepaard gaan met een langere looptijd gecompenseerd. In de praktijk betekent dit dat een obligatie met lange looptijd normaal een hogere rente biedt dan een obligatie met een korte looptijd en dat wie een lening aangaat op lange termijn een hogere rentevoet betaalt dan voor een lening op korte termijn.

Een inverse rentecurve (ook wel omgekeerde rentecurve genoemd) daarentegen is een situatie waarin de kortetermijnrente hoger

is dan de langetermijnrente. Een inverse rentecurve ontstaat enerzijds doordat de centrale banken de kortetermijnrente verhogen in hun strijd tegen inflatie maar anderzijds ook omdat beleggers verwachten dat de economische omstandigheden in de toekomst zullen verslechteren.

Ze anticiperen op lagere toekomstige rentetarieven, vaak als gevolg van een mogelijke recessie. Dit leidt ertoe dat beleggers bereid zijn een lagere rente te accepteren op langlopende obligaties dan op kortlopende obligaties, omdat ze verwachten dat de kortetermijnrente in de toekomst verder zal dalen en nieuwe kortlopende obligaties dus minder rente zullen geven.

Een inverse rentecurve (ook wel omgekeerde rentecurve genoemd) is een situatie waarin de kortetermijnrente hoger is dan de langetermijnrente.



De inverse rentecurve als recessievoorspeller?

Een inverse rentecurve wordt vaak gezien als een signaal van een naderende recessie. In technische termen spreekt men van een recessie wanneer het bruto binnenlands product van een economie twee opeenvolgende kwartalen krimpt. In het verleden werd een inverse rentecurve inderdaad zo goed als altijd gevolgd door een recessie. Maar kan die lijn vandaag nog zo makkelijk worden doorgetrokken?

In essentie weerspiegelt een inverse rentecurve een combinatie van marktverwachtingen van economische vertraging en de impact van het monetair beleid gevoerd door de centrale banken. Vaak is een inverse rentecurve ook het gevolg van agressieve renteverhogingen door centrale banken om inflatie te bestrijden. Enerzijds heeft het forse stijgen van de kortetermijnrente tot gevolg dat lenen duurder wordt. Dit kan leiden tot een verzwakking van consumentenuitgaven en investeringen door bedrijven, wat dan op zijn beurt de economie vertraagt. Anderzijds kan een verhoogde kortetermijnrente een te groot effect hebben waardoor de economie dusdanig vertraagt dat deze in een recessie terecht komt.

Het is daarom uiterst belangrijk dat de centrale banken op tijd de kortetermijnrente terug laten zakken vooraleer de schade aan de economie onherroepelijk tot een recessie leidt. Uit het verleden blijkt namelijk dat het qua timing zeer moeilijk is voor de centrale banken om de rente op het juiste moment te verlagen, waardoor een recessie tot op

heden nog nooit vermeden werd. Dit komt natuurlijk omdat de cijfers waarop de centrale banken zich baseren om hun beleidsrente aan te passen altijd achterlopen op de feiten en dus niet exact de werkelijke staat van de economie weerspiegelen.

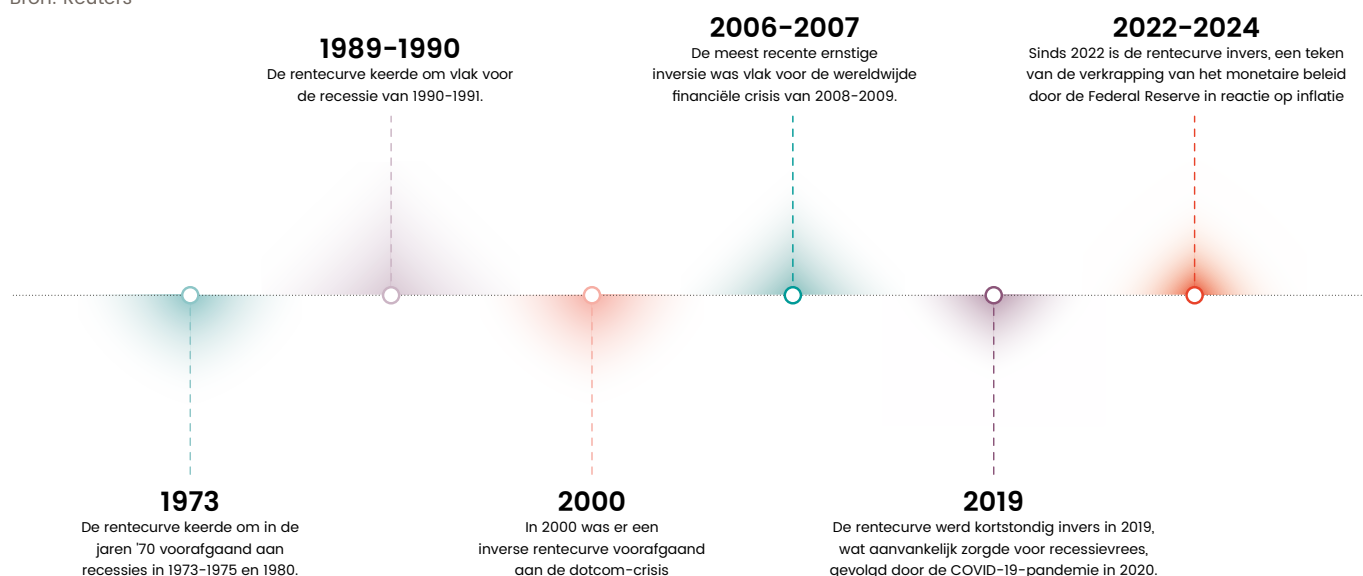
Hoewel een inverse rentecurve een krachtige recessie-indicator is, moet deze toch in combinatie met andere factoren worden bekeken om de economische toekomst nauwkeurig te kunnen inschatten. Er zijn immers ook nog andere economische en zelfs externe evoluties die het verloop van de economische groei kunnen bepalen en niet onmiddellijk gecaptureerd worden door de rentecurve. Zo is het belangrijk om economische indicatoren zoals werkloosheidscijfers, consumentenvertrouwen en bedrijfswinsten op te volgen, om zodoende een meer gedetailleerd beeld te krijgen van de economische vooruitzichten.

Vertragingseffect van inverse rentecurve op recessie

Een belangrijk aspect dat niet over het hoofd mag gezien worden is het vertragingseffect van een recessie na een inverse rentecurve. Zoals beschreven in de vorige paragrafen, wordt een inverse rentecurve in de meeste gevallen (voor de VS) gevolgd door een recessie. Het is daarbij echter wel belangrijk om op te merken dat deze recessies telkens pas begonnen zijn zodra de rentecurve weer een normaal verloop kreeg, dus pas wanneer de langetermijnrente terug boven de kortetermijnrente uitsteeg.

Figuur 1: chronologische volgorde van inverse rentecurves in de VS en de daaropvolgende recessies

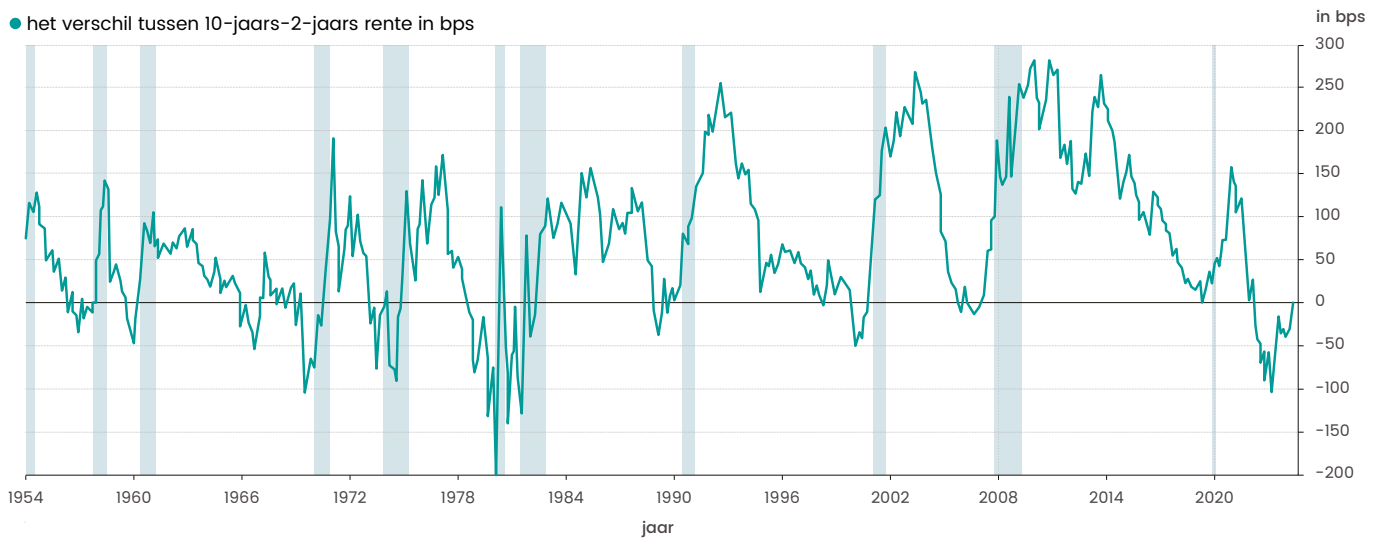
Bron: Reuters



Grafiek 2: Amerikaanse 10-jaars-2-jaars rentecurve

Bron: GFD, Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank, 05/09/2024

● het verschil tussen 10-jaars-2-jaars rente in bps



Op grafiek 2 is duidelijk te zien dat de recessies, aangeduid als een grijze zone, pas begonnen nadat de 10-jaars – 2-jaars curve terug positief werd, of zodra het boven het nulpunt kwam. Uit tabel 1 blijkt ook dat nadat de rentecurve terug positief is geworden, het nog meerdere maanden kan duren vooraleer de recessie echt zichtbaar is.

Na een inversie van de rente zit de economie dus vaak nog niet direct in een recessie omdat sommige economische indicatoren zoals consumptie, werkgelegenheid en bedrijfswinsten op de korte termijn nog sterk kunnen blijven. Pas na enige tijd, wanneer de hoge rente voelbaar wordt, bedrijven winstdruk beginnen te voelen, consumentenbestedingen afnemen en werkloosheid begint te stijgen, kan de economie in een recessie belanden.

Centrale banken, zoals de Amerikaanse Federal Reserve of de Europese Centrale Bank, spelen een grote rol in dit proces. Wanneer zij zich zorgen beginnen maken over een vertragende economie, zullen ze vaak de kortetermijnrente verlagen om de economie te stimuleren. Dit kan de kortetermijnrente snel doen dalen, wat uiteindelijk leidt tot het normaliseren van de rentecurve (positieve helling).

Is 2024 anders?

De vraag of de Amerikaanse economie richting een recessie gaat, blijft onderwerp van debat. Hoewel sommige indicatoren, zoals een afkoelende arbeidsmarkt en dalende werkgelegenheidsgroei, op een vertraging wijzen, zijn andere signalen positiever. Zo blijven de consumentenbestedingen sterk en blijft de loonontwikkeling robuust. In juli en augustus werden toch de eerste tekenen van een vertragende Amerikaanse economie zichtbaar.

Tabel 1: Einddatum inverse rentecurve v.s. de start van de daaropvolgende recessie

Bron: Reuters en Bloomberg

Einddatum inverse rentecurve	Start recessie
Juni 1973	November 1973
Oktober 1978	Januari 1980
September 1980	Juli 1981
December 1988	Juli 1990
Maart 2000	Maart 2001
Juni 2006	December 2007
Augustus 2019	Februari 2020 (Covid -19)

De werkgelegenheid in de VS toonde in juli een zwakkere banengroei dan verwacht en een stijging van de nationale werkloosheid tot 4,3%.

Positief nieuws is echter dat de inflatie in de VS en Europa terug op weg is naar het doelpercentage van 2% (2,53% in VS en 2,2% in Europa). Dat betekent dat het rentebeleid van de centrale banken werkt, wat hen hierdoor ook meer ademruimte geeft om de rente verder te laten zakken.

Het huidige renteklimaat biedt anders dan bij vorige periodes wel een voordeel voor de centrale banken. Omdat de rente zo hard gestegen is sinds 2022 hebben de centrale banken nu de mogelijkheid om deze weer te laten dalen en hiermee economische groei te stimuleren. Hierdoor kan een mogelijke recessie snel keren. Dit rentewapen hadden de centrale banken in 2020 niet (in Europa was de rente tot 2022 zelfs negatief).

Europese economieën verschillen onderling en er is geen centrale Europese rentecurve die de hele eurozone weerspiegelt zoals dat in de VS het geval is.

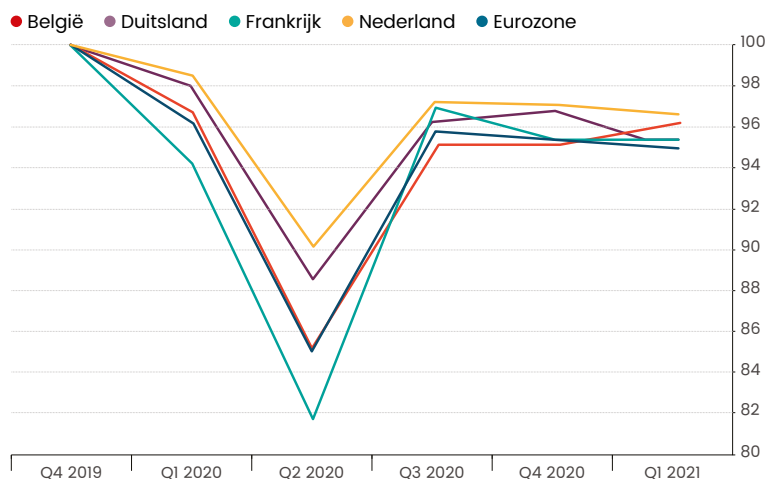
Wat met Europa?

De aandachtige lezer heeft gemerkt dat dit artikel vooral een beeld schetst van de rentesituatie in de VS en de focus minder ligt op Europa. Dit komt door het feit dat een inverse rentecurve in Europa praktisch nooit gebruikt wordt als recessievoor-speller. Europese economieën verschillen onderling, en er is geen centrale Europese rentecurve die de hele eurozone weerspiegelt zoals dat in de VS het geval is. In Europa, met name binnen de eurozone, wordt de economische situatie sterk beïnvloed door nationale obligatiemarkten en monetair beleid door de Europese Centrale Bank (ECB). Historisch gezien hebben enkele landen zoals Duitsland en het Verenigd Koninkrijk (voor Brexit) ook een rentecurve-inversie meegemaakt, maar deze wordt zelden gebruikt als indicator voor recessies in heel Europa.

Als we dan toch Europa als een geheel willen zien, wordt als referentiepunt voor de economische gezondheid van Europa vaak gekeken naar Duitsland. Duitsland, als grootste economie van Europa, heeft sterk te lijden gehad onder de stijgende energieprijzen (verergerd door de oorlog in Oekraïne, vooral vanwege zijn afhankelijkheid van Russische energiebronnen), hoge inflatie, afnemende consumentenbestedingen en een daling van de industriële productie. De grotere afhankelijkheid maakt Duitsland in deze situatie echter een minder interessant referentiepunt. Hoewel er herstel pogingen zijn, kampt de Duitse economie nog steeds met uitdagingen, waaronder structurele

Grafiek 3: Voorbeeld van een V-recessie: BPP groei tijdens en na de COVID-19 crisis (referentiepunt = 100 (Q4 2019))

Bron: Eurostat



zwakheden in de industrie en internationale handels-spanningen. In de eerste helft van 2023 belandde Duitsland officieel in een recessie na een periode van twee kwartalen met een economische krimp. Dit is niet persé het geval voor alle landen in Europa.

Hoe passen wij onze asset allocatie aan?

Hoe dan ook kan een recessie nooit met 100% zekerheid vermeden worden. Recessies bestaan echter in vele vormen en groottes en de impact ervan op de economie kan soms relatief beperkt blijven. Dit type recessie wordt ook wel een V-recessie genoemd omdat de economie op relatief korte tijd terugveert naar het niveau van vóór de recessie, en zo dus een V-vorm heeft (zie grafiek 3). Een V-recessie kan voor beleggers zelfs opportuniteiten bieden omwille van tussentijdse correcties op de beurs. In het geval van een V-recessie is het daarom vooral belangrijk om kalm te blijven en geen posities overhaast te verkopen.

CONCLUSIE

Het tijdperk van een inverse rentecurve komt stilaan tot zijn einde. De vraag is met welk tempo de renteverlagingen zullen volgen in de komende maanden, aangezien dit een cruciale impact kan hebben op de economische groei (recessie of niet?). Of zou het kunnen zijn dat Jerome Powell de eerste FED voorzitter is die erin slaagt een recessie te vermijden, zelfs na een ongeziene reeks renteverhogingen van 525 basispunten? •

Disclaimer

Dit is een publicatie van Leo Stevens & Cie, een beursvennootschap vergund door de NBB (Nationale Bank van België).

Deze publicatie mag niet beschouwd worden als 'onderzoek op beleggingsgebied' zoals bedoeld in het koninklijk besluit van 3 juni 2007. Het is een publicitaire mededeling. De wettelijke voorschriften ter bevordering van de onafhankelijkheid van onderzoek op beleggingsgebieden zijn hierop niet van toepassing. Eventuele aanbevelingen zijn niet onderworpen aan een verbod om al voor de verspreiding van onderzoek op beleggingsgebied te onderhandelen.

Deze publicatie mag niet als persoonlijk beleggingsadvies beschouwd worden. Leo Stevens & Cie kan niet garanderen dat de in de publicatie behandelde financiële instrumenten voor u geschikt zijn. Mocht u op basis van deze publicatie overgaan tot een financiële transactie, dan draagt u hier zelf de volledige verantwoordelijkheid voor. Beleggen in financiële instrumenten (zoals aandelen) kan grote risico's inhouden. Alvorens tot een transactie over te gaan, moet een belegger beschikken over de nodige ervaring en kennis om de eventuele risico's die gepaard gaan met de transactie ten volle in te schatten, in staat zijn om deze risico's te dragen waarbij beseft moet worden dat het belegde kapitaal geheel of gedeeltelijk verloren kan gaan.

Medewerkers van Leo Stevens & Cie kunnen vóór de verspreiding van deze aanbevelingen handelen in het financieel instrument.

Eventuele rendementen die in deze publicatie vermeld werden, zijn gerealiseerd geworden in het verleden. Er is geen garantie dat zij ook in de toekomst behaald zullen worden. Men kan evenmin zeker zijn dat de beschreven scenario's, verwachtingen en risico's zullen uitkomen in de realiteit. Zij dienen als indicatief beschouwd te worden. De gegevens die in de publicatie vermeld worden, zijn louter informatief en kunnen aan veranderingen onderhevig zijn. Wisselkoersschommelingen kunnen vooropgestelde resultaten en rendementen beïnvloeden.

De publicatie geeft de analyse weer van de auteur op de vermelde datum. Hoewel de analyse gebaseerd is op volgens de auteur betrouwbare bronnen, kan de correctheid, volledigheid en actualiteit van de gebruikte informatie niet gegarandeerd worden.

Niets in deze publicatie mag gereproduceerd worden zonder de voorafgaande uitdrukkelijke en schriftelijke toestemming van Leo Stevens & Cie. Deze publicatie is onderworpen aan het Belgisch recht en aan de uitsluitende rechtsmacht van de Belgische rechtbanken.

Leo Stevens

PUUR & PERSOONLIJK VERMOGENSBEHEER

Leo Stevens
Vermogensbeheer met een pure & persoonlijke missie

Leo Stevens begeleidt u in het beheer van uw vermogen als geen andere financiële instelling in België: puur en persoonlijk.

Schildersstraat 33
2000 Antwerpen
T +32 3 242 03 70

info@leostevens.com
www.leostevens.com

