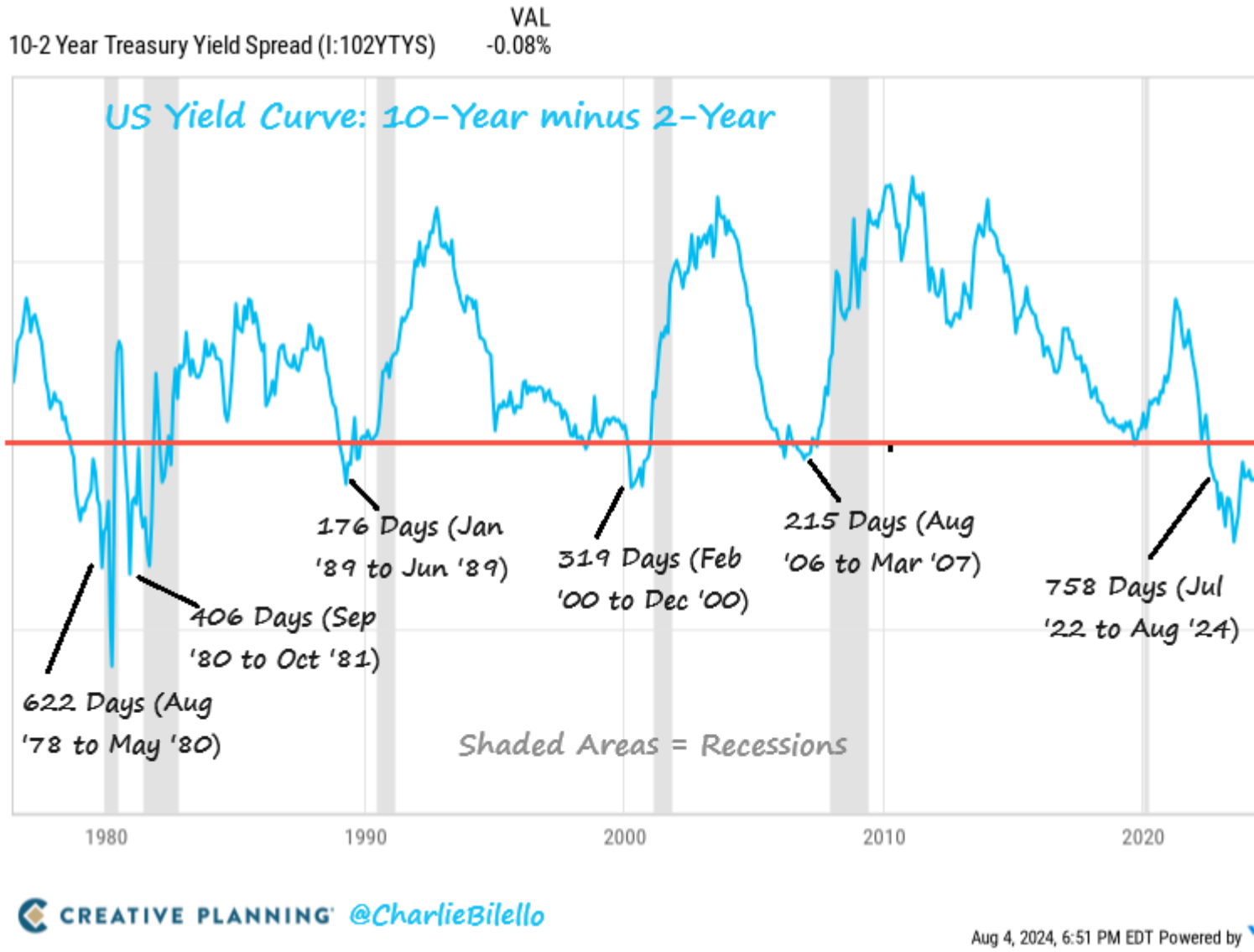
De omgekeerde rentecurve

Beschrijving

Sinds de zomer van 2022 is er sprake van een omgekeerde of inverse rentecurve. Een normale rentecurve is steil, omdat er nu eenmaal onzekerheid is over de rente en de ontwikkeling van de inflatie op termijn. Het feit dat de curve omgekeerd of invers is, wordt daarom ook wel gezien als een voorbode van een recessie. Beleggers denken dan meer te verdienen met een rentedaling aan de lange kant van de curve dan een rentedaling aan korte kant. Bij een daling van de lange rente speelt de looptijd een belangrijke rol voor wat betreft de eventuele koerswinst op een obligatie. Nu zijn er ook andere redenen voor een omgekeerde rentecurve, maar de laatste tijd wordt de rentecurve steeds vlakker. Dat is niet automatisch goed nieuws voor beleggers, het maakt ook uit hoe die vervlakking en de daaropvolgende versteiling eruitziet.



Oorzaken omgekeerde rentecurve

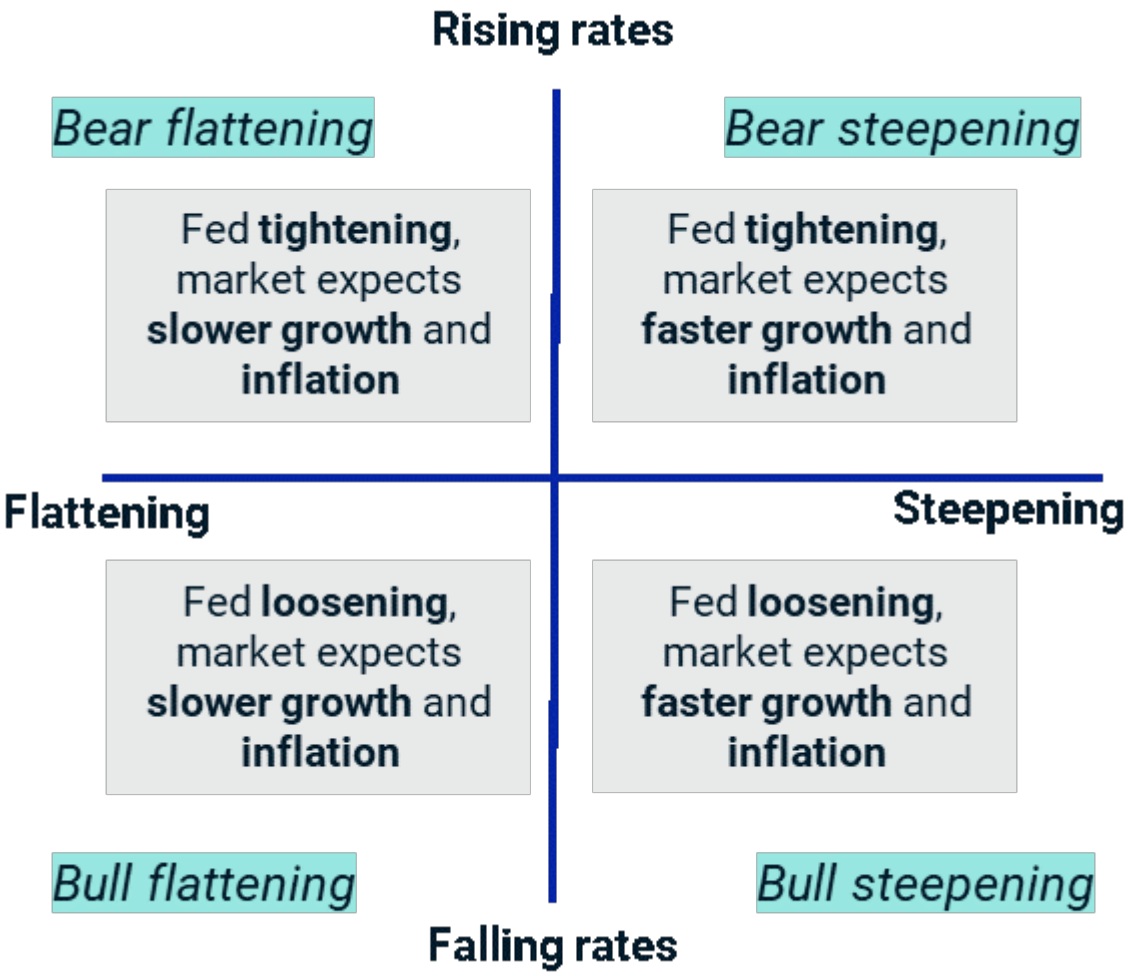
De reden dat een omgekeerde rentecurve wordt gezien als voorbode van een recessie is dat financiÃ«le markten ervan uitgaan dat de rente zal dalen. De rente moet dan dalen omdat inflatie en economische groei zal afnemen. Kennelijk is de beleidsrente (de korte rente) voldoende verhoogd dat dit inflatie en economische groei remt. Maar er zijn meer redenen waarom de lange rente wordt gedrukt. Een belangrijke factor dit keer ten opzichte van vorige omgekeerde rentecurves is het onconventionele beleid van centrale banken. De laatste jaren zijn juist centrale banken de grootste kopers van langlopende obligaties. Dat drukt uiteraard de rente.

Verder zijn institutionele beleggers tegenwoordig ook belangrijke kopers van langlopende obligaties. In het kader van het matchen van langlopende verplichtingen kopen deze beleggers langlopende obligaties. De ironie is dat door de rentedalingen deze verplichtingen groter worden en dat ze om die reden nog meer langlopende obligaties bijkopen. In theorie worden die verplichtingen dan afgedekt

door langlopende obligaties, in de praktijk zijn ze echter bezig om op een historisch dieptepunt van de rente obligaties te kopen, desnoods met een negatieve rentevergoeding. Even leek het in het VK fout te gaan met deze liability-driven investments, uiteraard ook hier als het gevolg van het toepassen van tot wel vier keer leverage. Dergelijke leverage is alleen mogelijk bij voldoende onderpand en als de rente dan snel stijgt, moet er bijgestort worden waardoor er een potentieel negatieve spiraal ontstaat. Daaruit bleek in het VK ook de aanzienlijke omvang van dit soort investeringen en ook grote investeringen drukken de lange rente.

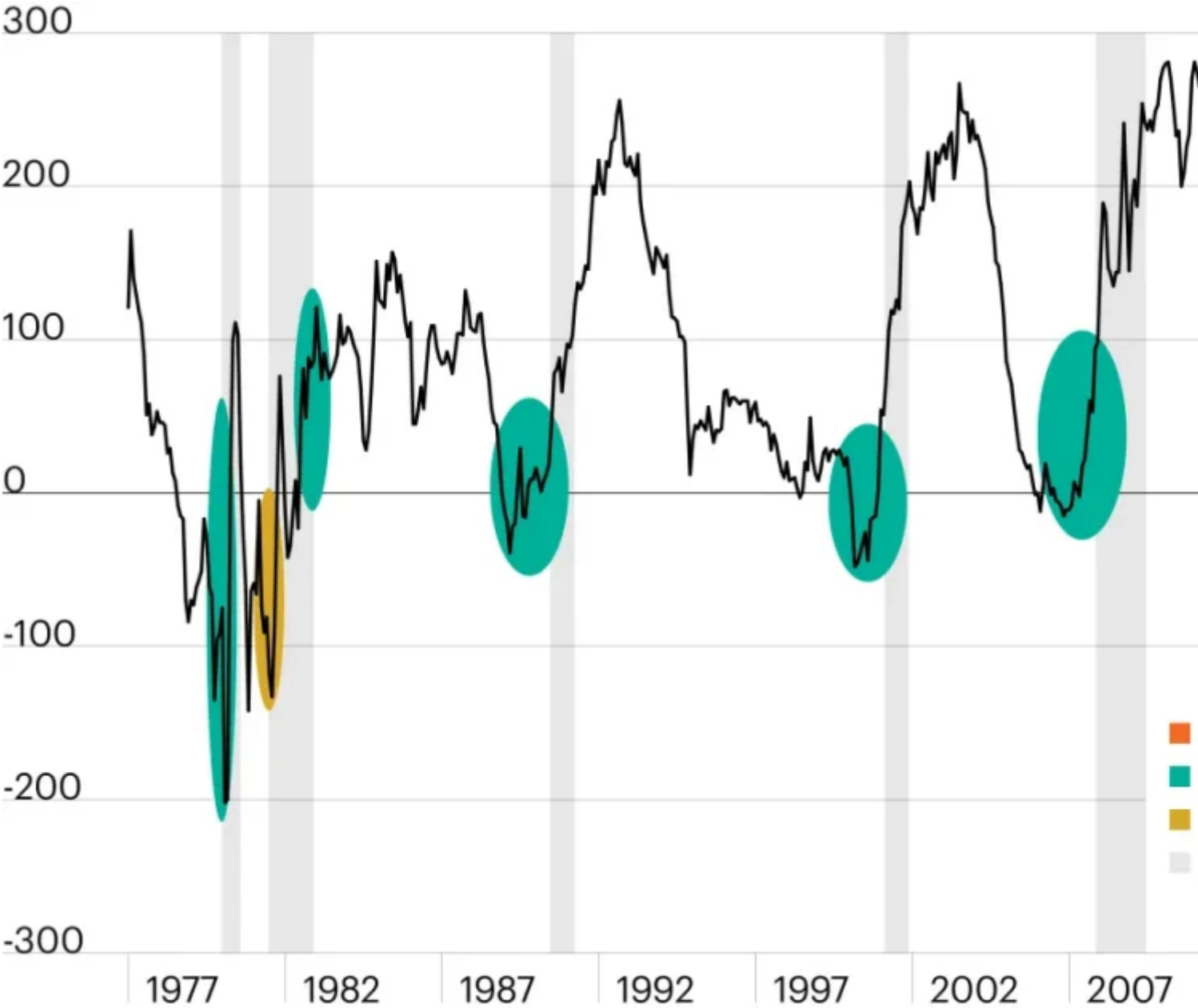
Een andere reden waarom de lange rente wordt gedrukt is omdat die steeds meer een afspiegeling is geworden van de beleidsrente. Als centrale banken stellen dat de rente â??langer laagâ?? blijft, dan heeft dat dus gevolgen voor langer lopende obligaties. Zeker op het moment dat er sprake is van een zoektocht naar rendement zullen beleggers gedwongen door die zoektocht genoegen nemen met langer lopende leningen met een lagere rente.

Natuurlijk kan een omgekeerde rentecurve de voorbode van een recessie zijn, maar er is vaker sprake van een omgekeerde curve dan er recessies zijn. Ook zijn er voorbeelden dat de omgekeerde curve onmogelijk een recessie kon voorspellen, omdat recessies vaak veroorzaakt worden door een externe schok. Nu zouden financiÃ«le markten nog wel het omvallen van Lehman hebben kunnen voorspellen, maar de causaliteit tussen de omgekeerde curve van 2019 en de recessie veroorzaakt door de coronapandemie ontbreekt.



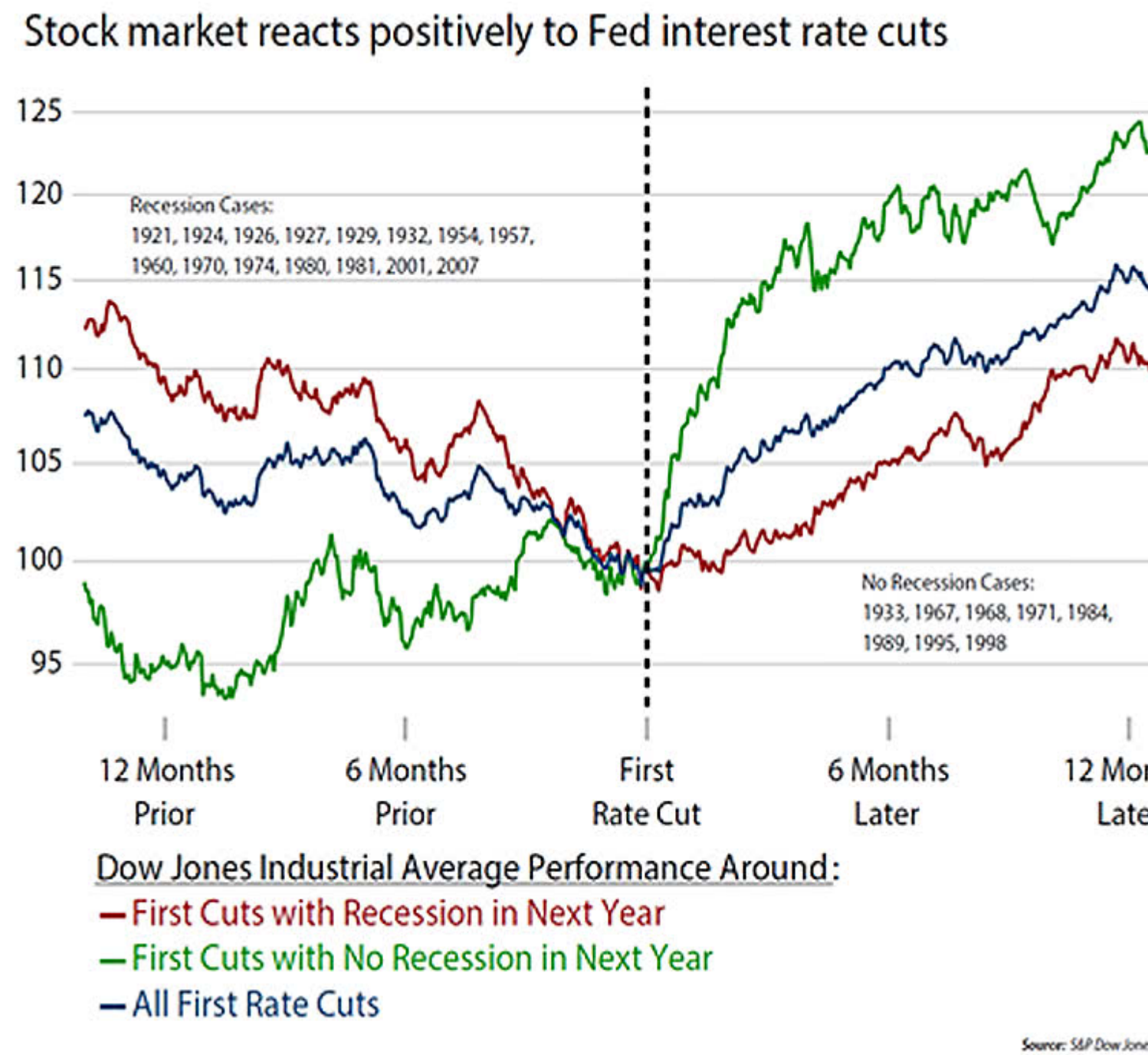
Vlakkere en uiteindelijk steilere curve

Het grootst was het verschil tussen de 10-jaars en de 2-jaars rente tijdens de bankencrisis in maart 2023 in de Verenigde Staten en in de zomer van 2023. Sindsdien is het verschil duidelijk afgenomen. Vlak voor de start van een recessie is er zelfs sprake van een weer versteilende rentecurve. Dat komt doordat centrale banken de beleidsrente gaan verlagen, meestal in een sneller tempo dan dat de recessie drukt op de lange kant. De versteiling kan op twee manieren plaatsvinden. De korte rente kan sneller dalen dan de lange rente of de lange rente stijgt sneller dan de korte rente. Beide bewegingen hebben uiteindelijk een steilere curve tot gevolg. De eerste beweging wordt echter een bull steepener genoemd en de tweede een bear steepener.



Bull en bear steepener

In een bull steepener scenario gaan markten rekening houden met de komende renteverlagingen door de Federal Reserve. Vooral in de afgelopen weken is er meer zekerheid ontstaan over de reeks renteverlagingen dit en volgend jaar. Een bear steepener wordt juist veroorzaakt door tegenvallende inflatiecijfers en een krappe arbeidsmarkt. Het feit dat de rente langer hoog blijft wordt uiteindelijk ook in de lange rente verdisconteerd. Uiteindelijk gaat daardoor de rente voor bedrijven omhoog en dat drukt bedrijfswinsten en dat kan voor ontslagrondes zorgen. Maar bear steepeners zijn relatief zeldzaam vergeleken met bull steepeners.



Een bull steepener zorgt ook voor meer optimisme als gevolg van de gedaalde rente. Die rentedaling (kort en lang) en daarbij behorende positieve ontwikkeling van de onderliggend obligaties is ook de reden voor de naam bull steepener. Aandelenmarkten reageren positief op renteverlagingen, zeker wanneer geen sprake is van een recessie. Overigens is ook de start van de recessie geen slecht moment om in te stappen, maar dat komt meer omdat dan de verwachtingen meestal niet hooggespannen zijn.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer