



Counterpoint Weekly 11–17 april 2022

De rentecurve en recessie: waarheid en mythe

Daniele Antonucci
Chief Economist
& Macro Strategist

Thomas Bilbé
Equity Strategist

Philip Odum
Macro Strategist

Philipp Schöttler
Cross-Asset Strategist

Bill Street
Group Chief
Investment Officer

Sommige segmenten van de rentecurve zijn inmiddels invers geworden. Hoewel dit door beleggers als een waarschuwingssignaal wordt beschouwd, is de werkelijkheid complexer. We gaan nader in op wat dit betekent voor de kans op een recessie in de VS en voor het rendement op aandelen en andere beleggingscategorieën.

Wat u moet weten

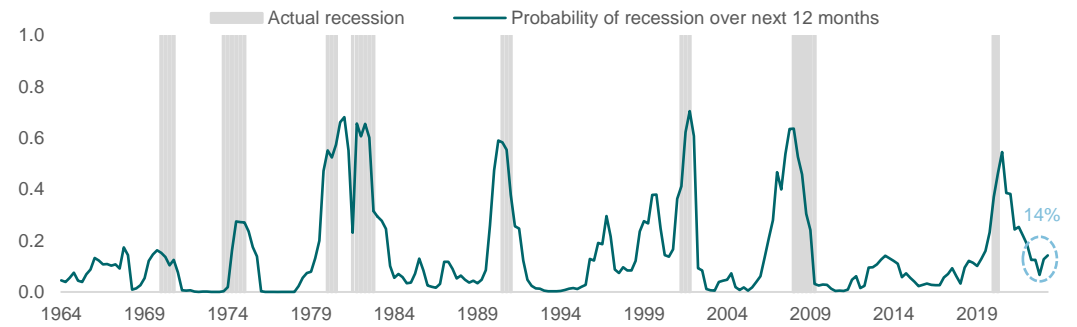
- Volgens onze prognose blijkt uit de Amerikaanse rentecurve, die voor sommige looptijden is invers is geworden, dat de kans op een recessie in de komende 12 maanden 14% bedraagt. Hoewel een recessie niet ons basisscenario is, is dit grotendeels in lijn met (zelfs met een iets lagere kans) de kans op een baisse-scenario. De kans neemt op de lange termijn toe, maar het signaal wordt mogelijk verstoord door de balansen van de centrale banken.
- Wanneer er uiteindelijk sprake is van een onvermijdelijke economische krimp, zou deze volgens ons waarschijnlijk relatief beperkt zijn, omdat er in de VS geen sprake is van de financiële onevenwichtigheden die vaak met diepe recessies worden geassocieerd. Uit onze analyse blijkt ook dat een inversie van de Amerikaanse rentecurve geen betrouwbare timer is voor het aandelenmarktrendement. En het gemiddelde aandelenrendement blijft aantrekkelijk (18%) na de inversiedatum tot de piek. Wanneer de markt daadwerkelijk omslaat, ontstaat er een voorkeur voor defensieve sectoren en zijn de dalingen voor aandelen van hogere kwaliteit beperkter.
- Net als Amerikaanse aandelen presteren Amerikaanse highyield-obligaties 12 maanden na de eerste inversie van de curve over het algemeen nog steeds goed. Vanuit tactisch oogpunt hebben we een overweging in Amerikaanse aandelen, Aziatische highyield en EM-staatsobligaties ten opzichte van staatsobligaties en investmentgrade-obligaties. De stijgende rente op Amerikaanse Treasuries ondersteunt onze duration-onderwegingen. Daarnaast overwegen we aandelen uit opkomende markten ten opzichte van wereldwijde aandelen.

Er is een lopend debat over de vraag of beleggers zich zorgen zouden moeten maken over een naderende recessie na de recente inversie van bepaalde segmenten van de Amerikaanse rentecurve. Om te onderzoeken wat er daadwerkelijk aan de hand is, kijken we naar het ingebedde signaal in de Amerikaanse rentecurve voor verschillende tijdshorizons om de waarschijnlijkheid van een recessie en de door de obligatiemarkt ingeprijsde timing te meten. Het komt erop neer dat we de waarschijnlijkheid modelleren dat de Amerikaanse economie in de komende 3, 6, 12, 18 maanden en verder in een recessie belandt, zoals door de verschillende segmenten van de rentecurve. Rentecurves zijn redelijk betrouwbaar om een recessie te voorspellen, maar in verschillende mate, afhankelijk van de tijdshorizons en het segment van de curve. Aangezien de curve aan de voorkant steil is, maar vlak of invers in het lange gedeelte, wijzen de verschillende segmenten momenteel op verschillende waarschijnlijkheden van een recessie.

Figuur 1: Waarschijnlijkheidsmodel van Quintet voor een Amerikaanse recessie in de komende 12 maanden

Uit het combineren van de signalen uit verschillende segmenten van de Amerikaanse rentecurve blijkt een nog steeds relatief laag, maar toenemend risico op een recessie binnen een jaar

Over het algemeen zijn de kortere rentes een weergave van de beleggersverwachtingen over wat er in de nabije toekomst met het beleid van centrale banken gaat gebeuren



Bron: Quintet, Federal Reserve voor Amerikaanse recessieperiodes (donkere vlakken)

We gebruiken verschillende versies van de rentecurve zoals het verschil tussen de nominale rente op 10-jaars- en 2-jaars Treasuries, de 10-jaars- minus de 3-maandsspread en verschillende andere maatstaven om de kans op een recessie te meten. Vervolgens combineren we deze tot een totale waarschijnlijkheid waarbij elk model wordt gewogen op basis van hoe goed het in statistisch opzicht presteert. Ons gecombineerde model wijst uit dat de kans op een Amerikaanse recessie (elk type recessie, waaronder een slechts marginaal dalend BBP gedurende twee kwartalen op rij) in de komende 3-6 maanden vrijwel verwaarloosbaar is, na een jaar vanaf nu tot ongeveer 14% toeneemt, en nog een jaar later verdubbelt. Samen met onze fundamentele analyse is dit een van de redenen waarom een Amerikaanse recessie niet ons basisscenario is voor onze tactische-assetallocatiehorizon (6-12 maanden).

Wat zegt de rentecurve ons over het risico op een recessie?

De waarschijnlijkheden die door de meeste curvesegmenten die we onderzoeken worden geïmpliceerd wijzen op een zeer kleine kans op een recessie in de komende zes maanden en een iets hogere kans in de komende 12 maanden. Uit het zeer steile voorste gedeelte van de curve blijkt dat er vrijwel geen kans is op een recessie, terwijl de grootste marktimpliciete kans op een recessie afkomstig is van de vlakke of inverse curvesegmenten. Gewoonlijk vertoont de rentecurve een stijgende lijn, waarbij een hoger vast rendement wordt verdiend op leningen met langere looptijden. Over het algemeen zijn de kortere rentes een weergave van wat beleggers denken wat er in de nabije toekomst met het beleid van centrale banken gaat gebeuren. Langere looptijden vormen een weergave van de inschatting die beleggers maken van de ontwikkeling van de inflatie, de groei en de rente over de middellange tot langere termijn.

Figuur 2: Hoe groot is de op de rentecurve gebaseerde kans op een recessie?

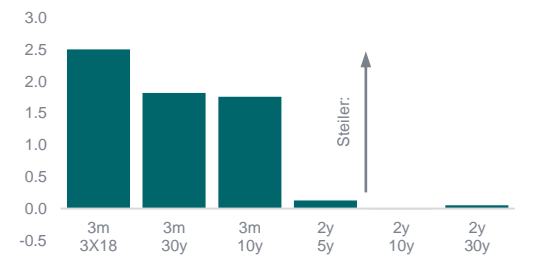
Voor de komende 12 maanden bedraagt de kans op een recessie in de VS circa 14%, maar met een enorme variatie rond dat gemiddelde



Bron: Quintet, Federal Reserve, Refinitiv, Bloomberg

Figuur 3: Welk segment van de Amerikaanse rentecurve is (niet) invers?

Over het algemeen blijft het korte gedeelte van de Amerikaanse rentecurve vrij steil, terwijl het lange gedeelte min of meer vlak of zelfs invers is



Bron: Quintet, Federal Reserve, Refinitiv, Bloomberg

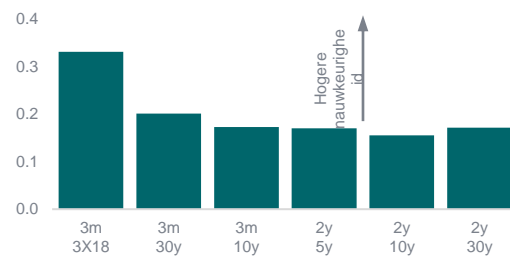
Wanneer de groei- en inflatieverwachtingen afnemen, heeft de rente op langlopende obligaties de neiging om te dalen tot het niveau van de kortere looptijden, doordat obligatiebeleggers erop

Mocht zich een recessie voordoen, dan zal deze naar historische maatstaven beperkt zijn

speculeren dat centrale banken mogelijk de uitgaven moeten stimuleren door een verlaging van de leenkosten. Wanneer de curve omslaat (wanneer de korte rente hoger is dan de lange rente), wordt dit door beleggers soms als een waarschuwing voor een naderende recessie beschouwd. Maar het meest betrouwbare signaal is afkomstig van segmenten op de curve die op dat moment niet invers zijn, omdat deze gericht zijn op de kortetermijn-curve. Dit verschaft potentieel betere informatie, omdat het een projectie is van de marktverwachtingen over de beleidsrente op de kortere termijn. Deze wordt minder vervormd door de balansen van de centrale banken, waardoor over het algemeen de langere obligatierente meer daalt wanneer centrale banken obligaties opkopen, en vice versa wanneer ze hiermee stoppen.

Figuur 4: Welke curve is betrouwbaarder voor het voorspellen van recessies op basis van een statistische goodness-of-fit?

Niet inverse curvesegmenten die momenteel op een laag risico op een recessie wijzen, hebben in historisch opzicht een iets betere voorspellende waarde



Bron: Quintet

Figuur 5: In welke mate veranderen op rentecurve gebaseerde recessiewaarschijnlijkheden voor verschillende tijdshorizonts?

Voor het komend jaar is de kans op een recessie laag, het jaar daarna neemt de kans toe, terwijl het signaal zwakker lijkt voor de langere tijdshorizonts



Bron: Quintet

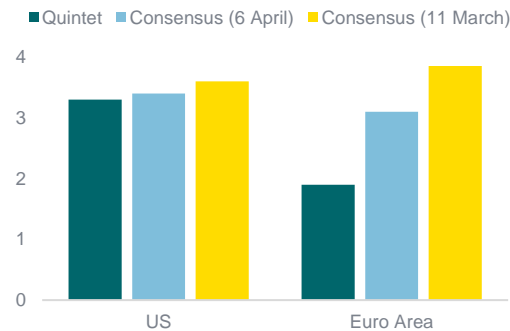
Hoe weerspiegelen onze macrovooruitzichten de risico's voor de groei?

Een voorbehoud is dat op rentecurve gebaseerde modellen de kans op een recessie niet op basis van economische kerncijfers meten. Ze weerspiegelen het risico op een recessie zoals dat door de obligatiemarkt is ingeprijsd, ongeacht of dit risico zich uiteindelijk al dan niet voordoet. Uit deze modellen blijkt dat het risico op een Amerikaanse recessie, hoewel nog steeds relatief laag, toeneemt en 18 maanden vanaf nu mogelijk hoger is ten opzichte van een typisch jaar. Mocht zich een recessie voordoen, dan zal deze in historisch opzicht volgens ons waarschijnlijk beperkt zijn, aangezien de VS niet te lijden hebben onder aanzienlijke financiële onevenwichtigheden waardoor economische krimp over het algemeen verergert. Om rekening te houden met deze risico's hebben we onze groeioprognose voor de VS, waar onze cyclusindicator nog steeds op een expansie wijst, onlangs verlaagd tot iets onder de consensusverwachting, en in grotere mate voor het eurogebied.

Uit onze analyse blijkt dat een inversie van de Amerikaanse rentecurve geen betrouwbare timer is voor het aandelenmarktrendement.

Figuur 6: Groeiprognoses BBP 2022 (%)

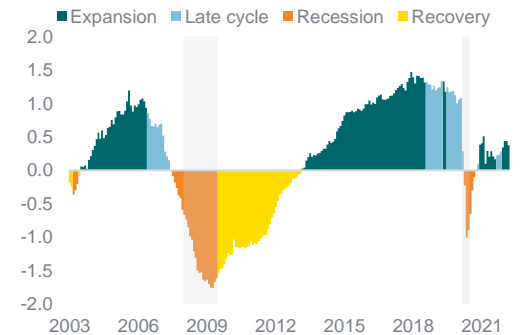
We zitten licht onder de consensus voor de VS en aanzienlijk onder de consensus voor het eurogebied



Bron: Quintet, Bloomberg

Figuur 7: Cyclus-indicator VS (z-score, %)

De datastroom wijst nog steeds op een relatief robuust tempo van de economische expansie

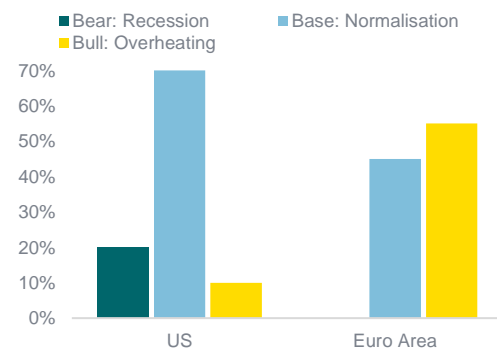


Bron: Quintet, NBER voor Amerikaanse recessieperiodes (donkere vlakken)

Daarnaast hebben we onlangs de risicobalans voor de groei gewijzigd. Volgens ons is tussen nu en 12 maanden de kans op een baisse-scenario met een Amerikaanse recessie (20%) groter dan een hausse-scenario met oververhitting (10%). Dit betekent dat de kans nog steeds groter is dat er zich geen recessie voordoet (80%). Dit omvat de kans op elk type recessie, met inbegrip van zeer lichte recessies. Dit betekent dat de kans op een zware recessie volgens ons veel lager is dan 20%. Om onze aannames aan een stresstest te onderwerpen, hebben we ook de impact van de gestegen grondstoffenprijzen, input-tekorten en knelpunten in de toeleveringsketen meegewogen door gebruik te maken van verschillende econometrische modellen. Figuur 9 is de weergave van de impact van een oliekoers van USD 130/vat durende een jaar, een stijging van 50% van de gasprijs en een afname van 50% van de import van gas en van andere grondstoffen uit Rusland, en druk op de grondstoffen/toeleveringsketens.

Figuur 8: Mogelijke risico's voor de BBP-groei van VS en het eurogebied (waarschijnlijkheid)

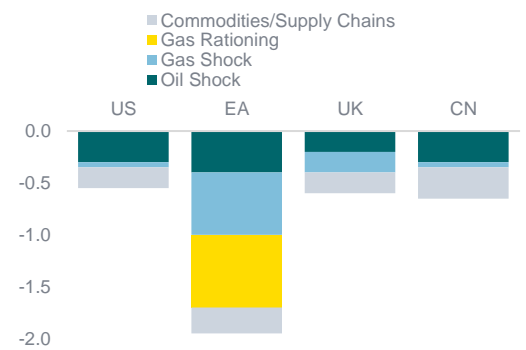
De risico's lijken voor de komende 12 maanden neerwaarts gericht



Bron: Quintet

Figuur 9: Impact van schokken op BBP-groei (afwijking in ppt van de uitgangswaarde)

De VS zijn veel minder kwetsbaar dan de eurogebied



Bron: Berekeningen van Quintet, OECD, ECB, IMF, Goldman Sachs, Refinitiv

Wat zegt de rentecurve over de aandelenmarkt?

Uit onze analyse blijkt dat een inversie van de Amerikaanse rentecurve geen betrouwbare timer is voor het aandelenmarktrendement. In historisch opzicht was er sprake van grote variatie in de ontwikkeling en de omvang van het aandelenmarktrendement na een curve-inversie. Figuur 10 geeft weer dat het gemiddeld ongeveer 13 maanden na een rentecurve-inversie duurt voordat de

aandelenmarkten hun hoogste punt bereiken. En het gemiddelde aandelenrendement blijft aantrekkelijk (18%) na de inversiedatum tot de piek in de markt. Een ander aspect dat duidelijk wordt wanneer we de data bestuderen, is dat er een enorme variëteit is in de timing van de dieptepunten van de markt. Na het invers worden van de curve voorafgaand aan de 'dot-com bubble' (2000) en aan de kredietcrisis (2005-06) hadden de markten te kampen met grote dalingen. Ter vergelijking, gedurende een groot aantal andere perioden, (1978, 1982, 1989 en 2019) was er slechts sprake van kortstondige en scherpe dalingen waarna de markt zich weer herstelde.

Figuur 10: Rendement van de Amerikaanse aandelenmarkt na de eerste inversie van de Amerikaanse rentecurve

Nog steeds aantrekkelijke rendementen na het invers worden van de curve en, wanneer deze uiteindelijk plaatsvinden, hoge variabiliteit tussen de marktdalingen

10-jaars VS minus 2-jaars				
Inversie datum	Maanden tot marktpiek	Rendement van inversie tot piek	Maanden tot marktbotem	Max daling
1978	18	11%	20	-11%
1980	2	7%	22	-19%
1982	21	43%	30	-10%
1988	18	30%	22	-15%
1989	10	4%	14	-15%
2000	6	7%	36	-44%
2005	22	22%	36	-43%
2006	16	23%	33	-51%
2019	5	13%	7	-19%
Average	13	18%	24	-25%

Bron: Quintet, Kenneth French Data Library, Robert Shiller Online Library, Federal Reserve, Bloomberg; opmerking: In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicatie voor toekomstig rendement.

Wanneer we onze analyse uitbreiden, zien we dat de verschillende curvesegmenten niet van invloed zijn op de conclusies. Figuur 11 is een weergave van dezelfde data op basis van kortetermijn- en langetermijn-rentecurvefactoren. Ongeacht welk segment op de rentecurve we kiezen, we vinden geen hogere kans op een dreigende marktdaling en uit alle versies van onze berekeningen blijkt dat het aandelenrendement na een inversie gemiddeld aantrekkelijk blijft.

Figuur 11: Rendement van de Amerikaanse aandelenmarkt na de eerste inversie van verschillende segmenten op de Amerikaanse rentecurve

Uitgaande van verschillende rentecurves zien we nog steeds aantrekkelijke rendementen vanaf het moment van de rentecurve-inversie tot de piek in de markt

Rentecurve	Maanden tot marktpiek	Rendement van inversie tot piek	Maanden tot marktbotem	Max daling
10-jaars min 2-jaars	13	18%	24	-25%
10-jaars min 3-maanden	13	18%	26	-29%
18 maanden voorlopend 3-maanden min 3-maanden	15	27%	26	-26%

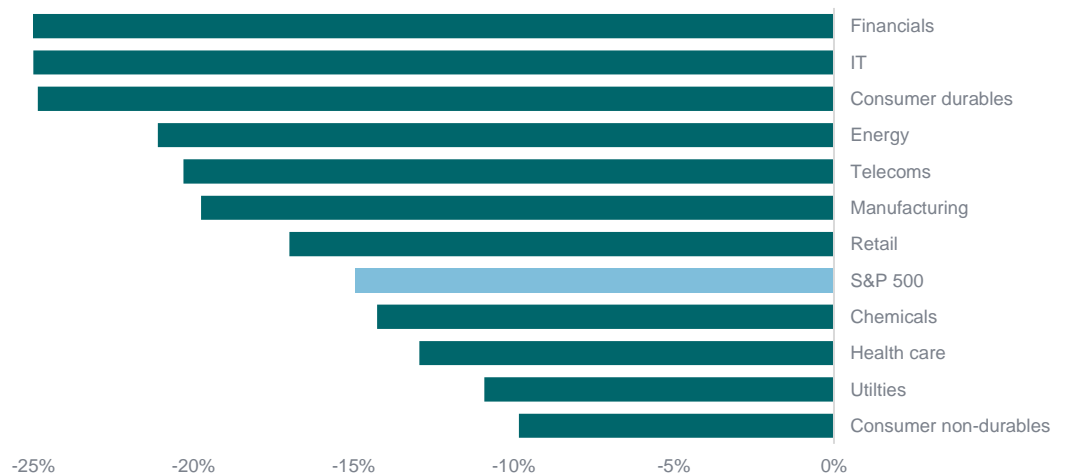
Het beeld is duidelijk: wanneer de markt omslaat, ontstaat er een voorkeur voor defensieve sectoren

Bron: Quintet, Kenneth French Data Library, Robert Shiller Online Library, Federal Reserve, Bloomberg; opmerking: In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicatie voor toekomstig rendement.

Als we verder kijken dan de kerncijfers, kunnen we na de inversie ook de rendementsverschillen tussen sectoren evalueren. We gaan hierbij uit van het dalingspercentage, d.w.z. het rendement tussen de piek en het dal, aangezien deze ongevoelig is voor het moment waarop de marktcorrectie zich voordoet. Figuur 12 vergelijkt de gemiddelde daling van elke sector tot twee jaar na het invers worden van de curve. Het beeld is duidelijk: wanneer de markt omslaat, ontstaat er een voorkeur voor defensieve sectoren als nutsbedrijven, niet-duurzame consumentengoederen en gezondheidszorg, ten koste van meer conjunctuurgevoelige sectoren als energie, financiële instellingen, technologie en duurzame consumptiegoederen.

Figuur 12: Gemiddelde daling per sector na 10-jaars minus 2-jaars curve-inversie (sinds 1978)

Wanneer de markt omslaat, ontstaat er een voorkeur voor defensieve sectoren, waar de daling over het algemeen beperkter is

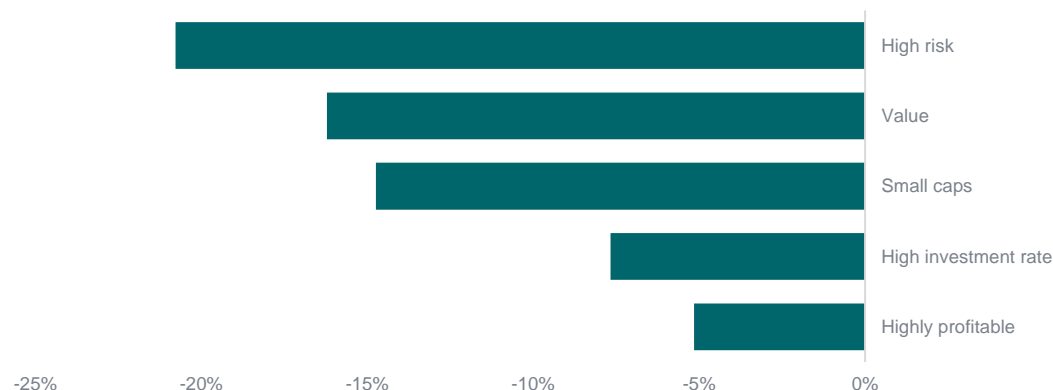


Bron: Quintet, Kenneth French Data Library, Robert Shiller Online Library, Federal Reserve, Bloomberg; opmerking: In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicatie voor toekomstig rendement.

Een andere manier om de aandelenmarkten te bestuderen is door het evalueren van stijlen, d.w.z. het groeperen van aandelen op basis van een verzameling kenmerken, zoals het vergelijken van kleine bedrijven met grote bedrijven. Uit onze analyse van de stijlrendementen komt een beeld naar voren dat in grote lijnen consistent is met onze analyse van de sectorrendement: meer risicovolle verzamelingen aandelen zoals 'high risk', 'small caps' en 'value' (goedkopere aandelen) hebben na het invers worden van de curve allemaal te lijden van grote dalingen; omgekeerd zijn de dalingen voor meer hoogwaardige aandelen veel kleiner, met meer geïnvesteerd kapitaal hogere winstgevendheid.

Figuur 13: Gemiddelde daling per beleggingsstijl na 10-jaars minus 2-jaars curve-inversie (sinds 1978)

Dalingen zijn veel kleiner voor hoogwaardige aandelen met geïnvesteerd kapitaal en hogere winstgevendheid.



Bron: Quintet, Kenneth French Data Library, Robert Shiller Online Library, Federal Reserve, Bloomberg; opmerking: In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicatie voor toekomstig rendement.

Ten slotte kunnen we controleren of een inverse rentecurve als basis voor het toelichten van veranderingen in de winstgroeverwachtingen kan dienen. Als marktdeelnemers de rentecurve als een belangrijke aanjager van de wereldwijde groei zouden beschouwen, dan zouden we verwachten dat de winstprognoses na periodes van inversie neerwaarts worden bijgesteld. Dit is niet het geval: een inversie van de rentecurve heeft geen meetbare effect op de winstvooruitzichten voor de markt als geheel of voor elke sector dan ook. Daarnaast zien we dat het niveau van de rentecurve een verwaarloosbare invloed heeft op de winstprognoses.

De belangrijke boodschap hier is dat de rentecurve geen betrouwbaar signaal is voor het moment dat markt omslaat of voor de winstvooruitzichten. Na inversies en wanneer zich daadwerkelijk een recessie voordoet, is bij meer risicovolle sectoren en stijlen de kans op een forse daling groter. Afzonderlijk is dit echter geen voldoende signaal. Daarom bestuderen we een ruime verzameling variabelen om onze sectorallocatie te bepalen, met een grote nadruk op de financiële vooruitzichten voor elke sector en met een kleinere weging van een bredere verzameling van macro-economische indicatoren.

Hoe presteren de verschillende beleggingscategorieën over het algemeen na een rentecurve-inversie?

Afgezien van aandelen, is onze conclusie consistent wat betreft de beperkte bruikbaarheid om tactische-assetallocatiebeslissingen te timen. Figuur 14 geeft het rendement weer van activaklassen in de 12 maanden na de eerste rentecurve-inversie (10-jaars- minus 2-jaarscurve). Net als Amerikaanse aandelen presteren Amerikaanse highyield-obligaties nog steeds goed gedurende deze tijdshorizon. Voor andere beleggingscategorieën zijn de aanwijzingen minder eenduidig. Goud stijgt bijvoorbeeld vaak na een rentecurve-inversie. Maar in twee (of drie) gevallen waarin aandelen waren gedaald, werd goud gelijktijdig van de hand gedaan in plaats van als bescherming te dienen (1980 en 2000).

De belangrijke boodschap hier is dat de rentecurve geen betrouwbaar signaal vormt voor wanneer de markt zal omslaan of voor de winstvooruitzichten

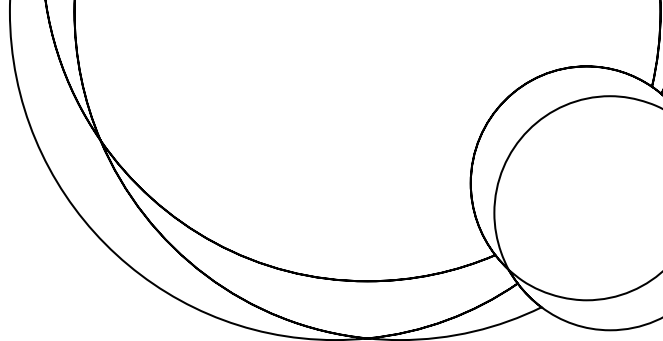
Figuur 14: Performance van verschillende activaklassen in de 12 maanden na de eerste rentecurve-inversie van de 10-jaars- minus 2-jaarscurve.

Aandelen en highyield-obligaties presteren na de eerste rentecurve-inversie over het algemeen goed, hoewel er sprake is van een enorme variatie in de loop der tijd en tussen beleggingscategorieën

	VS aandelen	VS hoog obligatierente	10j Amerikaanse obligatierente	Goud (in USD)	EURUSD
1978	8%	nvt	0,9%	51%	6%
1980	-3%	nvt	4,0%	-36%	-24%
1982	26%	nvt	-3,3%	29%	-12%
1988	30%	1%	-1,2%	-2%	4%
1989	-5%	-5%	0,6%	8%	24%
2000	-11%	3%	-1,5%	-9%	-4%
2005	15%	12%	0,3%	23%	11%
2006	20%	12%	-0,1%	5%	6%
2019	23%	5%	-0,8%	29%	9%

Bron: Quintet, Bloomberg; opmerking: In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicatie voor toekomstig rendement.

Vanuit tactisch oogpunt hebben we een lichte overweging in risicovolle beleggingen door Amerikaanse aandelen, Aziatische highyield en staatsobligaties uit de opkomende markten te overwegen ten opzichte van staatsobligaties en investmentgrade-obligaties. We overwegen ook aandelen uit de opkomende markten ten opzichte van wereldwijde aandelen. De recente rentestijgingen waren gunstig voor het rendement van onze obligaties/duration-onderwegingen, terwijl risicovolle beleggingen sinds half maart beter zijn gaan presteren.



Quintet Private Bank

We zijn er trots op dat we klein genoeg zijn om u en uw familieleden dienstverlening op maat te kunnen bieden, en groot genoeg om u toegang te verschaffen tot het beste dat de financiële wereld te bieden heeft. Wat uw behoeften ook zijn, wij bieden u objectieve inzichten, advies en informatie over producten en diensten, die overeenstemmen met uw persoonlijke doelstellingen. Met kantoren in 50 Europese steden staan we overal voor u klaar, waar u zich ook bevindt. Onze doelstelling is het winnen van uw vertrouwen en het gesprek aan te gaan over wat voor u daadwerkelijk van belang is.

Over ons

Quintet Private Bank (Europe) S.A. is in 1949 opgericht, heeft zijn hoofdkantoor in Luxemburg en is met 2.000 werknemers actief in meer dan 50 Europese steden. Quintet is een algemeen erkende, toonaangevende private bank voor vermogende personen, hun families en een breed scala aan institutionele en professionele cliënten, waaronder family offices, stichtingen en andere vermogensbeheerders. De familie private banken van Quintet bestaat uit Brown Shipley (VK), InsingerGilissen (Nederland), Merck Finck (Duitsland), Puilaetco (België), Puilaetco (Luxemburg), Quintet Danmark (Denemarken), en Quintet Luxembourg (Luxemburg).

Ga naar www.quintet.com voor meer informatie.

Voor een rijker leven

Wij zijn van mening dat een rijk en zinvol leven veel verder gaat dan vermogen en bezittingen en dat levensdoelen, passie en impact er voor onze cliënten daadwerkelijk toe doen. Als u net als ons gedreven bent en nieuwsgierig naar manieren om uw leven rijker te maken, dan nodigen we u van harte uit om deel te nemen aan onze voortdurende dialoog over dit onderwerp. We voeren regelmatig gesprekken met mensen uit alle delen van de samenleving over impact, cultuur, onderwijs, nalatenschap en talloze andere onderwerpen – om belangrijke vraagstukken van vandaag vanuit een ander perspectief te benaderen.

www.foraricherlife.com

Counterpoint marktinzichten

We benaderen de wereld vanuit een ander perspectief, en publiceren regelmatig verschillende artikelen waarin we nader ingaan op recente gebeurtenissen in de wereldeconomie en op de financiële markten. Naast onze wekelijkse, maandelijkse en jaarlijkse Counterpoints, kunt u interviews bekijken met Bill Street, onze Chief Investment Officer en met onze economen, analisten en asset-allocatiedeskundigen.

www.quintet.com

Dit document is opgesteld door Quintet Private Bank (Europe) S.A. De uitspraken en opvattingen in dit document - gebaseerd op informatie uit betrouwbaar geachte bronnen - zijn die van Quintet Private Bank op de publicatiedatum (11 april 2022) en kunnen veranderen. De informatie in dit document is van algemene aard en vormt geen juridisch, boekhoudkundig, fiscaal of beleggingsadvies. Beleggers moeten zich ervan bewust zijn dat in het verleden behaalde resultaten geen indicatie vormen voor toekomstige resultaten en dat de waarde van beleggingen kan dalen of stijgen. Veranderingen in de wisselkoersverhoudingen kunnen er ook toe leiden dat de waarde van de onderliggende beleggingen stijgt of daalt.

Copyright © Quintet Private Bank (Europe) S.A. 2022. Alle rechten voorbehouden.