



Counterpoint Weekly 6–12 september 2021

Daniele Antonucci
Chief Economist &
Macro Strategist

Lionel Balle
Head of Fixed
Income Strategy

Philip Odum
Macro Strategist

Bill Street
Group Chief
Investment Officer

De afbouw van het kwantitatieve verbruimingsprogramma van de Fed uitgelegd

De op handen zijnde afbouw van het opkoopprogramma zal waarschijnlijk tot opwaartse druk op de rente op Amerikaans schatkistpapier leiden, maar slechts in beperkte mate, omdat er vooralsnog geen renteverhogingen zijn gepland. De bedrijfsobligatie- en aandelenmarkten zouden hiertegen bestand moeten zijn.

Wat u moet weten

- De verwachte aankondiging dat de Fed haar opkoopprogramma gaat afbouwen zou tot een hogere Amerikaanse obligatierente moeten leiden. Maar zolang de centrale bank niet van plan is de rente te verhogen (ons basisscenario), zou een eventuele uitverkoop voor 10-jaarsobligaties beperkt moeten blijven tot 10-30 basispunten(bp) in de 1-2 maanden nadat de afbouw van het programma is aangekondigd.
- Hoewel overreacties in eerste instantie zeker mogelijk zijn, bevindt onze uitgangswaarde zich rond het lagere gedeelte van de bandbreedte. Wanneer we terugkijken naar 2013, zien we dat de omstandigheden tijdens de beëindiging van het verruimend beleid van de Fed toen, het zogeheten 'taper tantrum', nu afwezig of voldoende anders zijn. Dit suggereert dat de omvang van de rentefluctuaties waarschijnlijk kleiner zal zijn.
- De aandelen- en obligatiemarkten zouden de lichte stijging van de Amerikaanse obligatierente moeten kunnen weerstaan als de economische fundamentals – Covid-19 buiten beschouwing gelaten – relatief gunstig blijven, ondanks enige afvlakking van de groei en als het monetair beleid gunstig blijft (zelfs als de stimuleringsmaatregelen worden afgebouwd). Zo zouden op de highyieldmarkt bijvoorbeeld de spreads niet fors moeten stijgen, hoewel de volatiliteit zou kunnen toenemen.

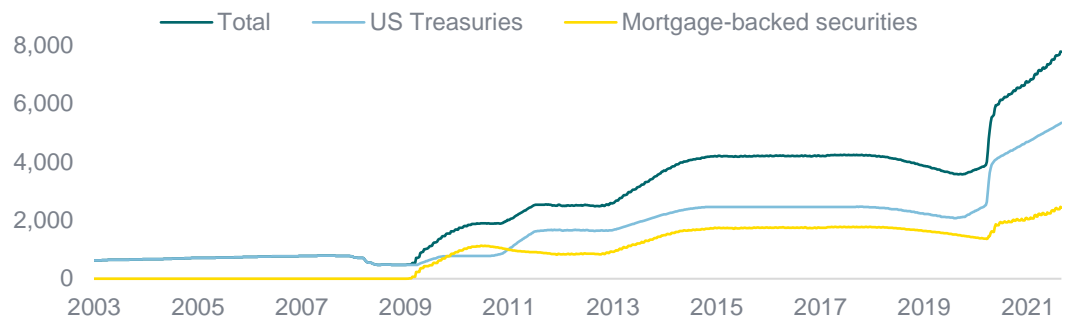
Voor de markten is de belangrijkste jaarlijks in augustus terugkerende gebeurtenis de toespraak van de Fed-voorzitter op de bijeenkomst in Jackson Hole. De grote uitdaging voor de Fed is nu het op het juiste moment beginnen met de afbouw van de stimulus; niet te laat, zodat onevenwichtigheden niet verder toenemen, en niet te vroeg, zodat de financiële omstandigheden ten opzichte van de economische omstandigheden niet te sterk verkrappen. Beleggers hebben weken moeten wachten tot ze de uitspraken van Jerome Powell konden beoordelen en inschatten welke ingrepen de Fed mogelijk gaat doen en welk effect dit op hun portefeuilles zou kunnen hebben. Powell suggereerde dat tapering aanstaande is door te zeggen: "Op de laatste vergadering van het FOMC in juli, was ik, net zoals de meeste deelnemers, van mening dat als de economie zich in grote lijnen zoals verwacht zou hebben ontwikkeld, het passend zou zijn om het tempo van de activa-opkopen dit jaar te verlagen."

De Fed lijkt ervan uit te gaan dat ze één van haar twee doelstellingen heeft bereikt om haar steun te kunnen verminderen (inflatie) en dat ze "duidelijke vooruitgang boekt" met de andere doelstelling (maximale werkgelegenheid). Door de tegenvallende meest recente werkgelegenheidscijfers lijkt dit standpunt niet substantieel te zijn veranderd. Volgens ons lijkt de afbouw van het obligatieopkoopprogramma een uitgemaakte zaak (figuur 1). Een verlaging van het opkoopprogramma is geen wijziging van het rentebeleid: "De timing en het tempo van de op handen zijnde verlaging van het opkoopprogramma zal niet bedoeld zijn om een rechtstreeks signaal af te geven over de timing van een rentestijging, waarvoor we andere en aanzienlijk striktere voorwaarden hebben gesteld." Wat is het waarschijnlijke effect op de Amerikaanse obligatierente? Zijn de obligatiemarkten (en de meer risicovolle aandelenmarkten) hiertegen bestand? Dit is hoe wij er over denken.

In 2013 was de beëindiging van QE veel belangrijker voor de aanbodkant

Figuur 1: Effecten in bezit van de Fed (USD mrd.)

De balans van de centrale bank is door de aanhoudende QE-ronde fors vergroot



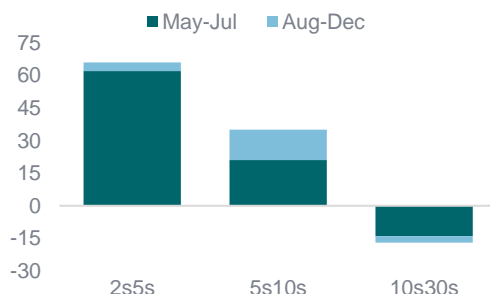
Bron: Quintet, Federal Reserve, FactSet

Het taper tantrum van 2013 vs vandaag de dag: wat is er dit keer anders?

Een gebied waar we in vergelijking met de afbouwepisode van 2013 een enigszins gelijksoortige ontwikkeling verwachten, is de vorm van de rentecurve (figuur 2). Gedurende het taper tantrum versteilde hij fors, eerst aangejaagd door de 2s5s-curve van mei tot en met juli en vervolgens door de 5s10s-curve (de 10s30s-curve vlakke licht af). De omvang van een eventuele versteiling zal naar verwachting aanzienlijk kleiner zijn dan in 2013. De literatuur verwijst naar een verdergaande impact, maar over het algemeen leidt een toename van 1 procentpunt (pp) van de activa-aankopen als percentage van het BBP tot een neerwaarts effect van 4 bp op de obligatierente (figuur 3). Hiervan kan 1–2 bp worden toegeschreven aan de risicopremiecomponent en 2–3 bp aan de verwachtingencomponent. Een begrotingstekort van 1 pp van het BBP vertaalt zich in circa 2-4 bp opwaartse druk.

Figuur 2: Taper tantrum 2013: cumulatieve verandering in US Treasury curve (bp)

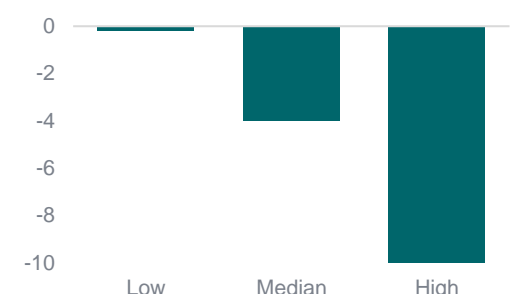
Het taper tantrum leidde tot een snelle stijging van de rente op kortlopende obligaties en tot een lichte daling van de langlopende.



Bron: Quintet, Bloomberg

Figuur 3: Geschatte impact van de QE op de Amerikaanse 10-jaarsrente (per 1% van het BBP, bp)

De economische literatuur suggereert dat de activaopkopen door de Fed tot een neerwaartse druk op de obligatierente leiden



Bron: Quintet

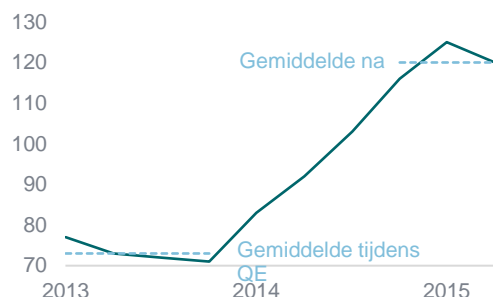
Het algemeen beschikbare aanbod van duration is een belangrijke factor die de obligatierente beïnvloedt. Vandaag de dag zijn de emissieomstandigheden zeer anders dan tijdens het taper tantrum (figuur 4). In 2013 was de beëindiging van QE veel belangrijker voor de aanbodkant: het gemiddelde maandelijkse durationaanbod steeg met 60% (ongeveer USD 50 miljard in 10-jaarsequivalenten) na de beëindiging van het obligatieopkoopprogramma van de Fed. Uit ons onderzoek naar de verwachtingen tijdens het taper tantrum blijkt dat de verwachte toename van de Amerikaanse 10-jaarsrente tussen de 30 en 50 bp bedroeg. Maar het is niet waarschijnlijk dat het dit keer ook zo zal verlopen. Op basis van een ons verwachte afname van het aantal emissies zou

Doordat de Fed de mogelijkheid heeft om tussen de afbouw van haar activa-opkoopprogramma en het beginnen met een renteverhoging te differentiëren, kan dit de impact van een afbouw van ongeacht welke omvang vergroten of beperken.

de beëindiging van het opkopen van Amerikaanse staatsleningen leiden tot een afname van 5% (ongeveer USD 10 miljard in 10-jaarsequivalenten) van het maandelijkse durationaanbod, zelfs wanneer de Fed afbouwt (figuur 5).

Figuur 4: Durationaanbod (ex-Fed) (In USD mld., 10-jaarsequivalenten, van 2013 tot halverwege 2015)

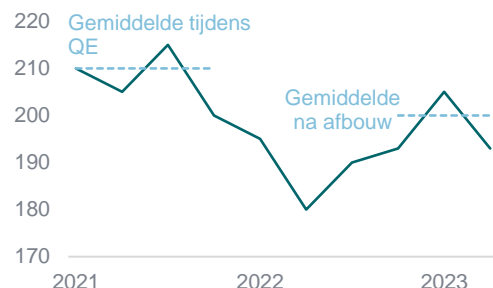
De toename in de uitgifte van schuldpapier na het taper tantrum heeft waarschijnlijk bijgedragen aan de hogere rente op staatsleningen



Bron: Quintet, Bloomberg

Figuur 5: Durationaanbod (ex-Fed) (In USD mld., 10-jaarsequivalenten, projectie voor 3e kwartaal 2021)

Door een afnemende uitgifte van schuldpapier zou de opwaartse druk op de rente ten gevolge van de QE deels moeten afnemen.



Bron: Quintet, Bloomberg

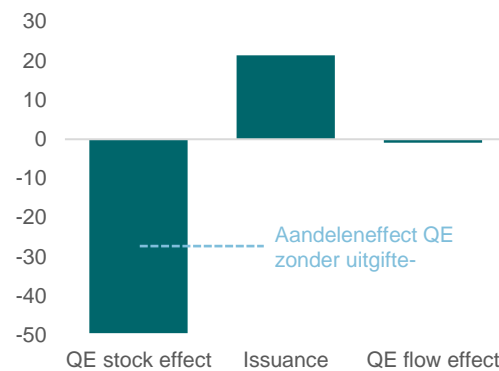
Vermoedelijk een lichte stijging van de Amerikaanse obligatierente

Activaopkopen beïnvloeden de rente op twee manieren: via een aandeleneffect en een floweffect. Onze aannames en ons onderzoek van econometrische studies suggereren dat de huidige episode van QE de Amerikaanse obligatierente op het 10-jaarspunt via het aandeleneffect circa 50 bp heeft verlaagd, wat deels werd gecompenseerd via een grotere uitgifte van schuldpapier (figuur 6). De impact van het floweffect lijkt te verwaarlozen. Doordat de Fed de mogelijkheid heeft om te differentiëren tussen de afbouw van haar activa-opkoopprogramma en het beginnen met het verhogen van de rente, kan dit de impact van een afbouw van ongeacht welke omvang vergroten of beperken. De standaarddeviatie en de maxima van de maand-op-maand veranderingen in de 10-jaarsverwachtingencomponent gedurende de afgelopen winstvoorspellingsperiode (augustus 2011 tot maart 2014), waren beide aanzienlijk kleiner dan toen de Fed de rente sinds eind december 2015 actief verhoogde (figuur 7).

En zijn een groot aantal redenen om het glas eerder als halfvol dan als halfleeg te beschouwen

Figuur 6: Geschatte impact QE op de Amerikaanse 10-jaarsrente (2020 tot heden, bp)

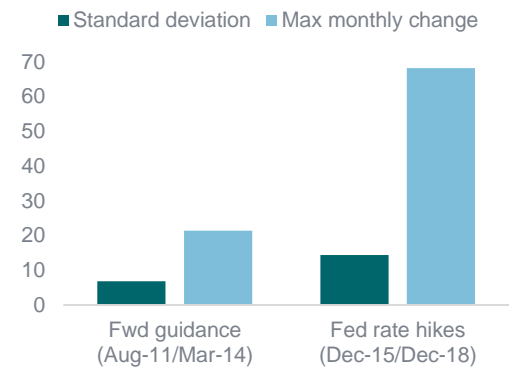
Het aandeleneffect, zonder uitgifte-effect, is aanzienlijk, terwijl het floweffect minimaal is



Bron: Quintet

Figuur 7: Verwachtingscomponent 10j-treasuries (bp)

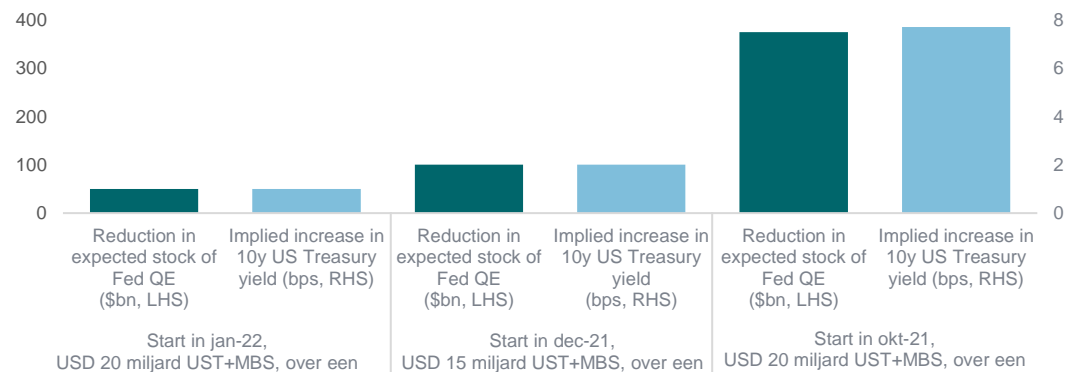
Een toezegging om de rente niet te verhogen verzacht de rentebewegingen ten opzichte van het begin van de renteverhogingscyclus van de Fed



Bron: Quintet

Ter illustratie bespreken we drie scenario's waar we het begin van de afbouw van het opkoopprogramma en het tempo variëren (en gebruik maken van onze prognoses voor de uitgifte van schuld papier, die volgens onze verwachting zal vertragen). Het meest offensieve afbouwproces, weliswaar minder waarschijnlijk – dat meteen in het vierde kwartaal van dit jaar begint en waarvoor een periode van zes Fed-vergaderingen nodig is voor de afronding – zou leiden tot een afname van de opkopen met circa USD 370 miljard. Dit zou zich vertalen in een impact van bijna 8 bp op de rente (figuur 8). Hoewel na elke afbouw aankondiging de rentebewegingen waarschijnlijk binnen de perken zullen blijven, is er een risico dat, aangezien het huidige renteniveau 'gunstig' is, de markt hier disproportioneel op zou kunnen reageren. Een andere risico, dat ook tot hogere rente zou leiden, is de Fed-prognose (in september wordt die voor 2024 bekendgemaakt), indien deze meer renteverhogingen omvat dan verwacht.

Figuur 8: Impact van verschillende Fed-afbouwscenario's op de Amerikaanse 10-jaarsrente
Onze aannames wijzen op een slechts milde opwaartse druk op de Amerikaanse obligatierente



Bron: Quintet --> the tekst at the bottom of the chart 8 does not show fully!

Bedrijfsobligaties: waarom we ons niet al te veel zorgen maken

Er zijn een groot aantal redenen om het glas eerder als halfvol dan als halfleeg te beschouwen. Volgens ons zijn er geen specifieke factoren waardoor er op de obligatiemarkten een enorme uitverkoop zou kunnen ontstaan. Maar hoewel we niet verwachten dat de risicopremies fors zullen

verruimen, verwachten we wel veel meer volatiliteit. Daarnaast is het zo dat, ondanks de positieve fundamentele en technische factoren, er maar weinig aanvullend potentieel is voor de risicopremies om te dalen. Tot het einde van het jaar zou de rente zich binnen een horizontale bandbreedte moeten ontwikkelen en zouden de highyieldmarkten relatief goed stand moeten houden.

Tapering is wat anders dan beëindiging van de ondersteuning door de centrale banken. Het is een geleidelijke vertraging van het tempo van het grootschalige opkoopprogramma. Dit betekent dat de Fed waarschijnlijk door zal gaan met opkopen (via herinvesteringen) om de economie te ondersteunen. In tegenstelling tot 2013 toen toenmalige Fed voorzitter Bernanke het eerste teken gaf dat er een afbouw aan zou komen, heeft de Fed de markten door middel van een frequentere en doelgerichtere communicatie voorbereid om een taper tantrum te voorkomen.

De bedrijfsbalansen staan er beter voor. Emittenten van Amerikaans highyield hebben hun schuldenniveau veel meer verlaagd dan emittenten van investmentgrade-schuld papier, ondanks de veel grotere afname in EBITDA (operationele kasstroom) gedurende de Covid-19-crisis en de sindsdien vergelijkbare EBITDA-groei. De meeste investmentgradebedrijven hebben hun netto schuldenniveau verlaagd ten gevolge van de relatief hoge cashniveaus, maar het is te vroeg om precies te zeggen wat ze met hun grote cashposities zullen doen, zeker indien zich aantrekkelijke fusie- en overnamekansen zouden voordoen.

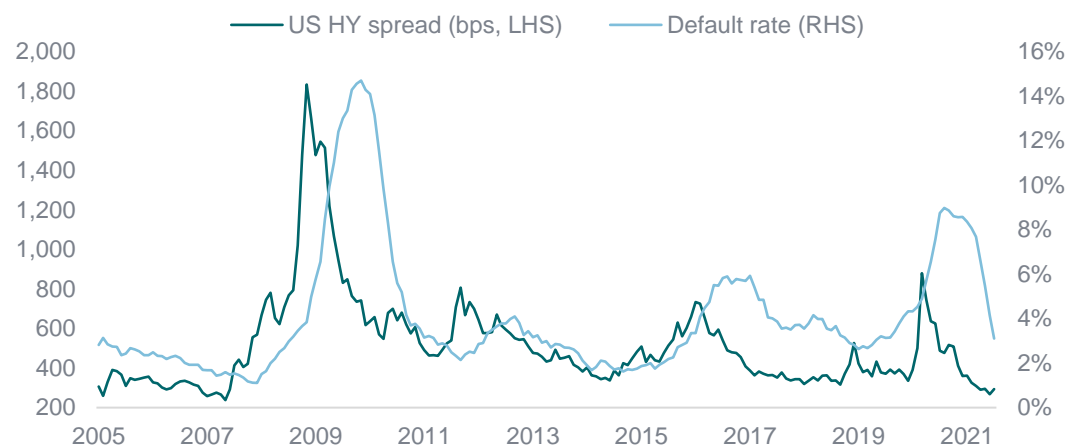
De EBITDA van highyieldbedrijven is in het derde kwartaal van 2020 ingrijpend gedaald, terwijl de daling bij investmentgrade zich in het daaropvolgende kwartaal voordeed. De obligatiemarkten hebben echter goed stand gehouden, deels dankzij de stimuleringsmaatregelen die de Amerikaanse overheid heeft opgetuigd. Hierdoor is, gezien de omstandigheden, de impact van de afname van zowel omzet als EBITDA redelijk beheersbaar gebleven. Bovendien was de pijn maar van korte duur: in de loop van het eerste kwartaal van 2021 is de EBITDA-groei weer opgeveerd. Deze volatiliteit is in het highyieldsegment, dat kleiner en minder gedifferentieerd is en vaak een grote weging in conjunctuurgevoelige sectoren heeft, vrij normaal; dit leidt tot een lagere kredietbeoordeling.

Eén verklaring voor deze trend is de ontwikkeling van het Amerikaanse highyielduniversum. Na de wanbetalingen van grofweg het afgelopen jaar zijn er een aantal van de namen met het hoogste schuldenniveau verwijderd, terwijl tegelijkertijd de kwaliteit van de index over de hele lijn is toegenomen door de meer dan USD 260 miljard ‘fallen angel’ schuld papier. Het wereldwijde wanbetalingspercentage bevindt zich inmiddels weer op de niveaus van voor de pandemie. En het aantal wanbetalingen blijft dit jaar laag, een weerspiegeling van de sterke economische activiteit en de overvloedige marktliquiditeit (figuur 9). We verwachten dat deze trend de komende maanden zal aanhouden en dat dit waarschijnlijk tot ultralage wanbetalingspercentages zal leiden.

Voor investmentgrade is het aantal emissies robuust en voor highyield bevinden ze zich op recordniveaus

Figuur 9: Highyield-gegevens VS (spread en wanbetalingspercentage)

We verwachten voor de korte termijn enige volatiliteit, maar de markt zou de afbouw van het Fed-opkoopprogramma moeten kunnen weerstaan.



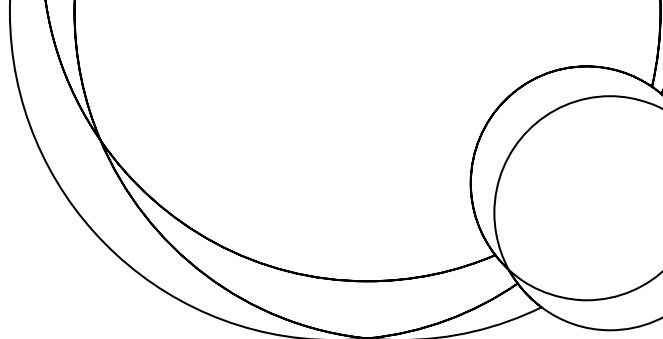
Bron: Quintet, Bloomberg

In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicatie voor toekomstig rendement.

De markt wordt niet uitsluitend door fundamentals ondersteund, bepaalde technische factoren zijn ook van belang. Voor investmentgrade is het aantal emissies robuust en voor highyield bevinden ze zich op recordniveaus. Emittenten hebben geanticipeerd op het feit dat de Fed haar opkoopprogramma zou afbouwen en hebben daarom hun uitgiftes naar voren gehaald, waardoor het aanbod voor de rest van het jaar lager is.

Het obligatieopkoopprogramma van de Fed verschilt nogal van dat van de ECB, die ook een groot deel van de markt heeft opgekocht, maar niet zoveel als de Fed; dit heeft de deur opengezet voor highyield-ETF's en fallen angels. De Fed heeft ook het voordeel van een 'aankondigingseffect' in plaats van eenvoudigweg op de bredere markt aankopen te doen.

De waarderingen zijn uiteraard voor beide markten krap, maar we verwachten geen enorme uitverkoop zolang onze macrosenario's constructief blijven. Voor ons is de belangrijkste aanjager van veel hogere risicopremies niet tapering, maar nieuwe en langdurige lockdowns in belangrijke landen, bezorgdheid voor inflatie, handelsspanningen en geopolitieke instabiliteit. Hoewel we sommige van deze factoren in onze prognoses verwerken, blijven ze staartrisiko's.



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), Quintet Luxembourg (Luxemburg), Quintet Switzerland (Zwitserland).

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 (06 september 2021) 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. 2021. Alle rechten voorbehouden.