

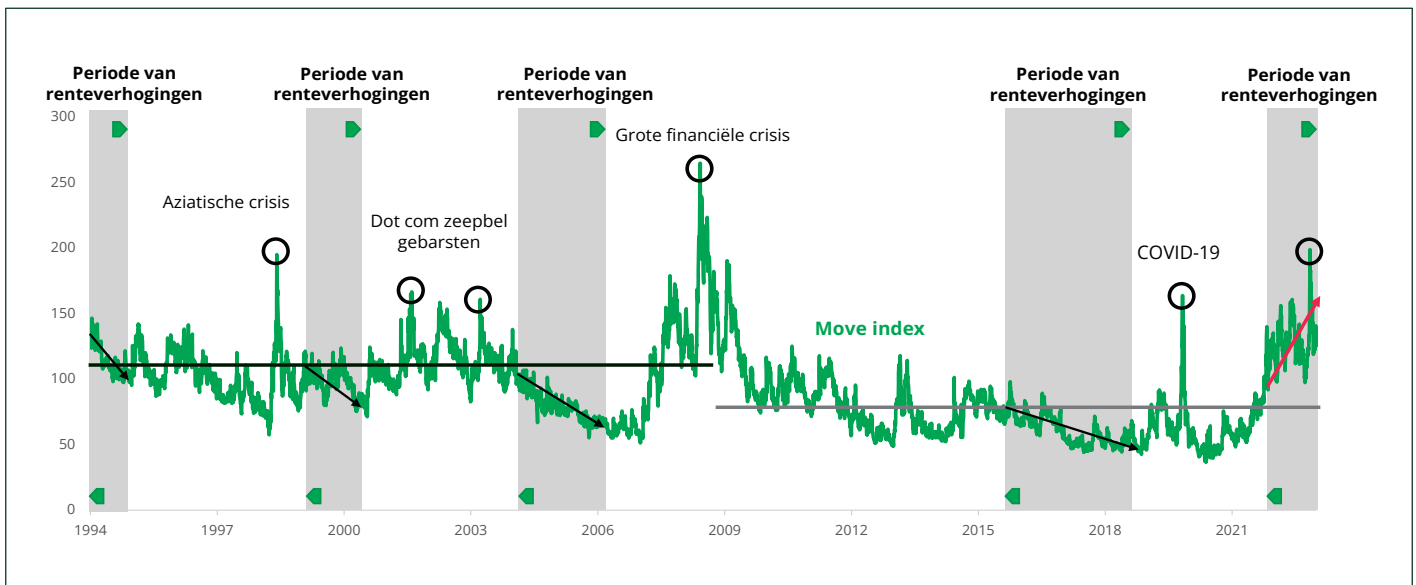
CARMIGNAC'S NOTE

WANNEER DE VOLATILITEIT OP DE OBLIGATIEMARKT STERK STIJGT

31/05/2023 | KEVIN THOZET

Kort voor een keerpunt neemt de onzekerheid op de markten doorgaans toe, maar zodra er zich een nieuwe trend vormt, neemt ze weer af.

Evolutie van de volatiliteit op vastrentende markten en perioden van stijgende rentevoeten



De MOVE-index maakt het mogelijk om de mate van onzekerheid op de markt voor Amerikaanse staatsobligaties te beoordelen. Deze indicator is gebaseerd op de door de markt verwachte ontwikkeling van de Amerikaanse rentecurve voor de komende weken. De MOVE-index voor obligaties is te vergelijken met de VIX-index voor aandelen.

De volatiliteit van de Amerikaanse rente was de afgelopen twaalf maanden bijzonder hoog. De **MOVE-index** lag bijna op een niveau dat voorkomt in periodes van historische crisissen (de Aziatische financiële crisis, het uiteenspatten van de internetzeepbel, de grote financiële crisis van 2008, de coronacrisis – zie de zwarte cirkels op de grafiek).

WAAROM WAS DE VOLATILITEIT OP DE OBLIGATIEMARKT ZO HOOG?

Door een inflatiegolf zoals we die in 40 jaar niet meer hadden gezien en de late reactie van de Fed⁽¹⁾ heerste er veel onzekerheid over de omvang van de renteverhogingen en hoelang die zouden moeten worden gehandhaafd om de rentetarieven op een restrictief niveau⁽²⁾ te brengen. Deze onzekerheid leidde tot een atypisch verloop van de MOVE-index. **Hoe verder we komen in de cyclus van monetaire verkrapping⁽³⁾, hoe meer de volatiliteit op de obligatiemarkt doorgaans afneemt (zie de zwarte pijlen):** de beleidsrente nadert het eindniveau en de lange rente bereikt

Bron: Carmignac, Bloomberg per mei 2023. (1) Fed: Federal Reserve Board (Amerikaanse centrale bank). (2) Een restrictief renteniveau verwijst naar een niveau waarop de reële rente positief is. (3) Monetaire verkrapping: maatregelen van centrale banken om een oververhitte economie af te remmen, waardoor de vrees voor een stijging van de inflatie toeneemt. Ze doen dit door de rente te verhogen en het aanbod van liquiditeiten op de markten te verlagen.

in de regel een plafond vanwege de voortschrijdende economische cyclus en de daaruit voortvloeiende daling van de groeivoorzichten.

Dat was in deze verkrappingscyclus niet het geval (zie de rode pijl); tenminste, het gebeurde pas toen er een scheur in het Amerikaanse regionale banksysteem verscheen en de verwachting ontstond dat de Fed een einde zou maken aan deze cyclus van monetaire verkrapping⁽³⁾, die in veel opzichten uitzonderlijk was. Sindsdien is de onzekerheid op de obligatiemarkten afgenomen, een dynamiek die nog wordt versterkt door de daling van de gerealiseerde volatiliteit.

We kunnen ook verwachten dat er weer een evenwicht ontstaat in deze situatie van buitengewone volatiliteit: de radicale verhoging van de beleidsrente loopt ten einde, de desinflatie is in volle gang, vooral nu de conjunctuur langzaam maar zeker verslechtert, en de traditionele kenmerken van diversificatie zijn weer terug. De komende marktfase zou een gunstige periode kunnen zijn voor de aankoop van staatsobligaties van kernlanden.

Het lijkt echter een illusie dat de MOVE-index terugkeert naar het gemiddelde niveau van de afgelopen tien jaar (ongeveer 75, zie de grijze lijn). Er komt namelijk een einde aan de uitzonderlijke steunmaatregelen (met name de monetaire verruiming⁽⁴⁾) die de volatiliteit hadden onderdrukt; daarnaast zal het inflatieklimaat veel ongunstiger worden

vanwege de aard van de inflatie en het risico op een ommekeer in zowel het monetair als het begrotingsbeleid voordat de inflatie volledig onder controle is.

Zo zal op langere termijn de evenwichtswaarde voor de komende jaren naar alle waarschijnlijkheid meer lijken op die van de periode voorafgaand aan de grote financiële crisis – namelijk rond de 100 (zie de zwarte lijn) – wat overeenkomt met dagelijkse schommelingen van in de regel +/- 6 bp.

Een dergelijke situatie is gunstig voor staatsobligaties, en meer in het bijzonder voor de middellange en lange looptijden. Actief beheer is daarbij echter een structurele vereiste en de meest aangewezen manier om kansen te creëren in een volatiele omgeving.

De MOVE-index wordt berekend op basis van de impliciete volatiliteit van opties met een looptijd van 1 maand op de verschillende punten van de Amerikaanse rentecurve. In de index wordt de volatiliteit op verschillende punten van de curve samengevoegd en de weging daarvan als volgt verdeeld: 20% voor de Amerikaanse rente op 2 jaar, 20% voor de rente op 5 jaar, 40% voor de rente op 10 jaar en 20% voor de rente op 30 jaar.

Hoe hoger de index, hoe groter de amplitude van de verwachte renteschommelingen en dus hoe groter de onzekerheid. Het feit dat de MOVE-index sinds juni 2021 is gestegen van 50 naar 130, betekent dus dat er veel meer onzekerheid bestaat over de omvang van de renteschommelingen.

Uit het niveau van de index is de omvang van de door de markten verwachte renteschommelingen af te leiden; een niveau van 130 wijst op een volatiliteit op dagbasis van + of - 8 basispunten, afgezien van extreme risico's. Ter vergelijking: de afgelopen 20 jaar bedroeg de volatiliteit op dagbasis gemiddeld +/- 3 basispunten. Dit is dus een duidelijke afspiegeling van de huidige periode van onzekerheid op de obligatiemarkten!

DISCLAIMER

(3) **Monetaire verkrapping:** maatregelen van centrale banken om een oververhitte economie af te remmen, waardoor de vrees voor een stijging van de inflatie toeneemt. Ze doen dit door de rente te verhogen en het aanbod van liquiditeiten op de markten te verlagen. (4) **Monetaire verruiming:** "Quantitative Easing" (QE), of "monetaire verruiming" in het Nederlands, verwijst naar een type monetair beleid waarbij een centrale bank massaal staatsobligaties of andere financiële activa opkoopt om geld in de economie te injecteren en groei te stimuleren. Bron: Carmignac. **Belangrijke juridische informatie.** Dit document is gepubliceerd door Carmignac Gestion S.A., een door de Franse toezichthouder Autorité des Marchés Financiers (AMF) erkende vermogensbeheerder, en zijn Luxemburgse dochteronderneming, Carmignac Gestion Luxembourg, S.A., een door de Luxemburgse toezichthouder Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) krachtens artikel 15 van de Luxemburgse wet van 17 december 2010 erkende beheermaatschappij van beleggingsfondsen. «Carmignac» is een gedeponeerd merk. «Investing in your Interest» is een aan het merk Carmignac verbonden slogan. Dit document vormt geen advies met het oog op een belegging in of arbitrage van effecten of enig ander beheer- of beleggingsproduct of enige andere beheer- of beleggingsdienst. De in dit document opgenomen informatie en meningen houden geen rekening met de specifieke individuele omstandigheden van de belegger en mogen in geen geval worden beschouwd als juridisch, fiscaal of beleggingsadvies. De informatie in dit document kan onvolledig zijn en kan ook zonder voorafgaande kennisgeving worden gewijzigd. Dit document mag noch geheel noch gedeeltelijk worden gereproduceerd zonder voorafgaande toestemming.