



Misschien zet de recessie niet door...

Posted on 31 augustus 2019 by Eduard Bomhoff

Er is veel reden om aan te nemen dat de (Amerikaanse) economie volgend jaar gaat krimpen, betoogt Eduard Bomhoff. Maar: het kan ook anders gaan.

Voor het eerst sinds 2007 werd deze week de termijnstructuur van de rente in de VS 'horizontaal'. Zo dadelijk leg ik uit wat dat is, maar eerst de reden om aandacht te besteden aan deze financiële indicator. Over de afgelopen vijftig jaar is de Amerikaanse economie zeven keer in een recessie geraakt, dat is een terugval in de economie van twee of meer kwartalen krimp (normaal voor een hoog ontwikkelde economie is 2-3 procent groei, en dat is ook nodig om genoeg banen te scheppen; in een recessie stijgt altijd de werkloosheid).

In diezelfde vijftig jaar was de termijnstructuur van de rente bijna altijd positief, met acht korte uitzonderingen. Zeven keer volgde een recessie ongeveer een jaar nadat de termijnstructuur horizontaal werd; een keer in 1998 was er een kort vals alarm vanwege de Aziatische financiële crisis.

Er is niet een andere financiële indicator die alle recessies negen maanden tot een jaar van te voren indiceert en die zo weinig valse signalen afgeeft. De aandelenbeurs daalt ook voor recessies, maar geeft veel vaker een vals signaal.

Beursgangers weten: 'de beurs heeft negen van de afgelopen vijf recessies voorspeld'.

De meeste economische grafieken laten zien hoe de omzet van een onderneming of de totale economie van een land groeien in de loop van de tijd. Lang geleden is links in de grafiek; het meest recente cijfer aan de rechter rand. De termijnstructuur van de rente is anders. Dat is een snapshot van veel rentes op dezelfde datum. Rentes op beleggingen in staatsschuld voor een maand staan in de grafiek links; rentes voor staatsschuld met de langste looptijd rechts en de analist trekt een rechte of kromme lijn om het patroon op de gekozen dag in kaart te brengen.

Bijna altijd is de 'korte' rente lager dan de 'lange' rente. Wie belegt voor tien of twintig jaar loopt twee risico's die niet relevant zijn voor wie kortlopend papier aanhoudt dat volgende maand wordt afgelost.

Een: misschien is over tien jaar de dollar uitgehold door inflatie, zodat de belegger wel haar geld terug krijgt – het gaat hier om staatsschuld en landen kunnen altijd hun eigen geld bijdrukken om beleggers af te betalen – maar daar door de inflatie weinig voor kan kopen.

Twee: misschien wil de belegger tussentijds verkopen, maar de koers van langlopende staatsschuld fluctueert tussen nu en het moment van aflossing en dus is het onzeker hoeveel een schuldpapier in de tussentijd waard zal zijn. Alleen de waarde op de aflossingsdatum staat vast en is gelijk aan de uitgifte, maar tussendoor kunnen koersen veel hoger of lager uitvallen.

26 augustus: slecht nieuws van Wall Street

Toen de grafiek van de Amerikaanse termijnstructuur op maandag 26 augustus voor het eerst in twaalf jaar horizontaal werd, betekende dat dus dat de lange rente (vertegenwoordigd door de rente op 10-jaars schuldpapier) – gelijk was aan de korte rente (hier 2-jaars staatsschuld). Dat is slecht nieuws: we zagen dat in zeven van de acht keer dat dit gebeurde in de afgelopen vijftig jaar een recessie volgde in de Amerikaanse economie.

Er zijn twee logische redenen voor die voorspelkracht, een via de dynamiek van een tijdelijk heel hoge korte rente, en een tweede verklaring vanuit een tijdelijk lage lange rente. Vaak in het verleden had de Federal Reserve (net als De Nederlandsche Bank bij ons de instantie die het geld in omloop brengt) expres de

korte rente tijdelijk heel hoog laten worden omdat dan de beurs gaat dalen en de economie verzwakt. Zo'n actie had tot doel om een te hoge inflatie terug te dringen en dat gaat bijna nooit zonder een recessie.

Typische voorbeelden in Nederland waren de recessies van 1974 en 1980-'81. De korte rente steeg sterk door bewuste krapte gecreëerd door De Nederlandsche Bank en daarna daalden alle rentestanden als bevestiging dat de markt nu een lagere inflatie verwachtte. Deze uitleg van een horizontale termijnstructuur is nu niet aan de orde omdat de inflatie bijna overal ter wereld laag is.

De andere reden voor een verband tussen een horizontale termijnstructuur nu en een mogelijke recessie volgend jaar is dat de lange rente voor korte tijd uitzonderlijk laag wordt. Dat kan zijn vanwege diep pessimisme in het bedrijfsleven. Als ondernemingen hun investeringen schrappen, moeten de banken wel de lange rente verlagen omdat ze de gelden van de spaarrekeningen van hun klanten niet meer winstgevend kunnen uitzetten als bedrijfskrediet. Als dan ook de particuliere hypotheekmarkt inzakt omdat burgers te pessimistisch zijn om een groter huis te financieren en liever sparen om meer buffer te hebben in een slecht scenario, dan daalt de lange rente nog meer door te hoge besparingen en te lage opname van krediet.

Deze keer is het misschien anders

Chen Zhao van Alpine Macro, een internationale adviesfirma voor grote professionele beleggers wijst er op dat met de lange rente dit jaar nog meer aan de hand is dan neerwaartse druk door pessimisme leidend tot veel besparingen en weinig kredietopname.

In de Eurozone en in Japan zijn veel lange rentes negatief, niet omdat banken en beleggers zo pessimistisch zijn, maar omdat banken veel veilige staatsschuld opkopen en de overheden niet genoeg nieuw papier op de markt brengen. Chen Zhao schat in dat de termijnstructuur voor twee derden daarom horizontaal is en maar voor een derde vanwege pessimisme in de spaar- en kredietmarkt. Is die analyse correct dan is een recessie in 2020 nog lang niet zeker. Laten we het hopen!