

Veckans tanke

torsdag 13 december 2018

Recessionsoro och börsfrossa – vad kan historien lära oss?

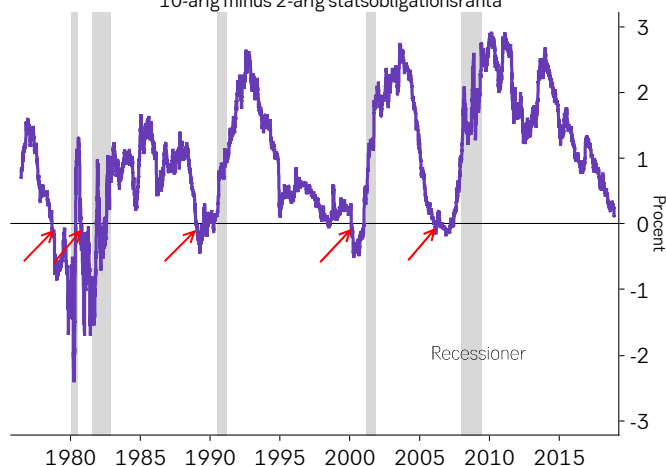
Hösten har präglats av rejäla börsfall över hela världen. Turbulensen har skyllts på alltifrån brexit och ansträngda relationer mellan USA och Kina till risken för alltför snabba och stora amerikanska räntehöjningar. På sikt är dock tillväxtutsikterna klart viktigast för att avgöra börshumöret. Dessvärre har även oron ökat för att en ny amerikansk recession lurar runt hörnet. Räntemarknaden, som historiskt varit bäst på att förutsäga kommande recessioner, är nu mycket nära att ringa i alarmklockan. Även om det mesta i amerikansk ekonomi pekar uppåt just nu visar historien att det knappast är någon garanti mot sämre tider längre fram. I den här analysen tittar undertecknad närmare på vad avkastningskurvan har att säga om utvecklingen framöver och vad det historiskt inneburit för börserna. Orosmolnen är många men det finns också positiva saker att hoppas på om de historiska sambanden skulle visa sig hålla även framöver.



Johan Javeus
 Chefstrateg
 070-325 51 45
johan.javeus@seb.se
[@JohanJaveus](https://twitter.com/JohanJaveus)

En av de historiskt mest pålitliga indikatorerna för att förutspå en kommande recession i USA är lutningen på avkastningskurvan, eller helt enkelt skillnaden mellan långa och korta räntor. Mer specifikt brukar man mena skillnaden mellan den 10-åriga och den 2-åriga statsobligationsräntan. Eftersom det normalt kostar mer att låna pengar på tio än på två år är oftast ränteskillnaden (10 minus 2 år) positiv. Ibland byter dock kurvorna plats så att tvååriga räntor blir högre än tioåriga räntor och lutningen på avkastningskurvan blir då negativ. En negativ lutning på avkastningskurvan har korrekt förutsett alla nio recessioner som inträffat i USA sedan 1955. Under de senaste 40 åren är det bara vid ett tillfälle (1998) som den givit en felaktig signal men då var å andra sidan lutningen bara minimalt negativ (som mest 7 räntepunkter) under en väldigt kort tid.

USA:s avkastningskurva som recessionsindikator
 10-årig minus 2-årig statsobligationsränta



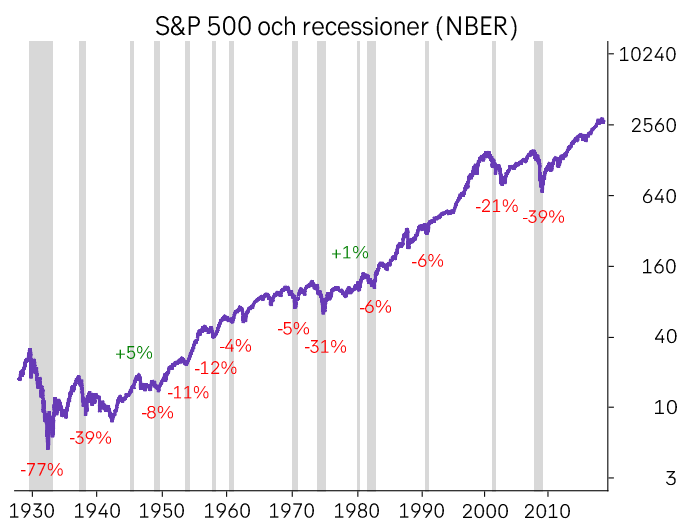
Recessioner är ovanliga...

Vad innebär då recession i ekonomin? Exakt hur man definierar en recession råder delade meningar om. En vanlig tumregel som ofta används är att recession är då BNP krympt två kvartal i rad. Det är emellertid ett rätt förenklat synsätt och i den här analysen kommer vi istället att använda den officiella recessionsbedömning som görs av amerikanska National Bureau of Economic Research (NBER).

Lyckligtvis är recessioner relativt ovanliga och det är nästan 10 år sedan USA senast befann sig i recession. Normaltillståndet för en ekonomi är tvärtom att den växer. USA har under de senaste 100 åren haft 18 recessioner och sammanlagt har ekonomin befunnit sig i recession knappt 20% av tiden. Under senare decennier har recessioner dessutom blivit mer sällsynta och under det senaste halvsekle har USA bara sett sju recessioner som sammanlagt varat 14% av tiden. Eftersom det historiska mönstret länge varit att den amerikanska ekonomin ligger först i konjunkturcykeln blir risken för amerikanska recessioner högtintressant inte bara i USA utan även för finansiella marknader i hela världen och inte minst för oss i Sverige.

... men nästan alltid dåliga för börserna.

Precis som för ekonomin i stort är också normaltillståndet för aktiemarknaden att kurserna stiger. Sedan 1928 har den årliga tillväxten på S&P 500 (exklusive direktavkastning) varit i snitt 5.7%. Det tydligaste undantaget från normalläget är just de perioder då ekonomin varit i recession. Ser man till de recessioner som inträffat från depressionen på 1930-talet fram till idag har S&P 500 fallit under hela 12 av de 14 recessionsperioderna. Medan börser kan fortsätta utvecklas relativt bra även under perioder av svagare tillväxt så är recessioner, med negativ tillväxt, alltså nästan alltid förknippade med en dålig börsutveckling vilket syns i grafen på nästa sida.



Räntemarknaden nära att signalera recession men varför?

Något som kan te sig underligt är att de allra flesta ekonomiska indikatorer idag visar på en väldigt stark utveckling för den amerikanska ekonomin. Även Fed-chefen Jerome Powell beskrev i ett tal nyligen läget för USA i mycket positiva ordalag och han sa bland annat att:

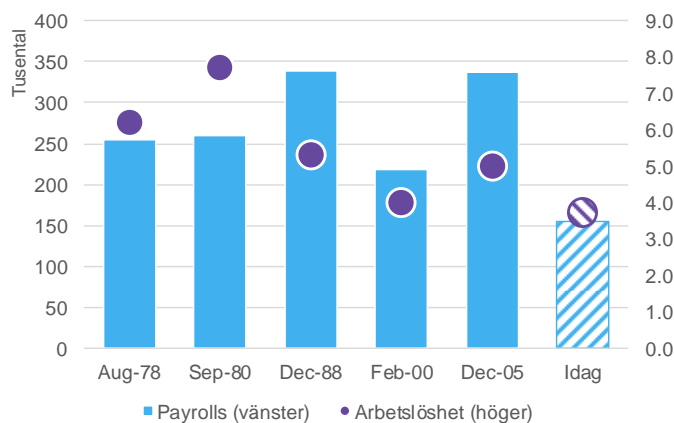
"our economy is currently performing very well overall, with strong job creation and gradually rising wages".

Även ledande indikatorer som det nationella inköpschefensindexet, ISM, som historiskt har varit en utmärkt indikator för BNP-tillväxten de närmaste kvartalen, ger en mycket positiv bild av läget. ISM ligger fortfarande nära sina historiska toppnivåer och är mycket långt ifrån de låga nivåer (strax över 40) som normalt är förenliga med recession i ekonomin.

Ett sätt att besvara den frågan är att gå tillbaka i historien och titta på hur några av dessa ekonomiska indikatorer såg ut vid tidigare tidpunkter när avkastningskurvan blev negativ och samtidigt korrekt förutspådde en kommande recession. Det skulle ge svar på om dagens situation är unik eller om det tvärtom brukar se ut ungefär på det här sättet vid tidpunkten då avkastningskurvan blir negativ.

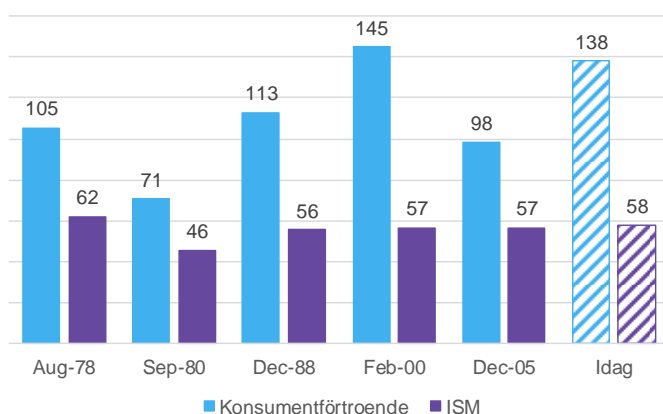
Arbetsmarknaden: Om vi tittar på arbetsmarknaden så kan vi konstatera att den tidigare ofta präglats av bra jobbtillväxt och relativt låg arbetslöshet när kurvan inverterar. Det är i sig inte så underligt eftersom arbetsmarknaden är en laggande indikator och brukar vara stark sent i konjunkturcykeln. Vid alla tidigare tillfällen när avkastningskurvan blivit negativ har jobbtillväxten faktiskt varit högre än den är idag. Att arbetsmarknaden är stark är snarare ett tecken som stödjer tesen att en recession närmar sig än tvärtom. Det är en naturlig effekt av att utbudsrestriktioner blir mer påtagliga när företagen får allt svårare att hitta arbetskraft.

Arbetsmarknaden vid tillfällen då avkastningskurvan blivit negativ



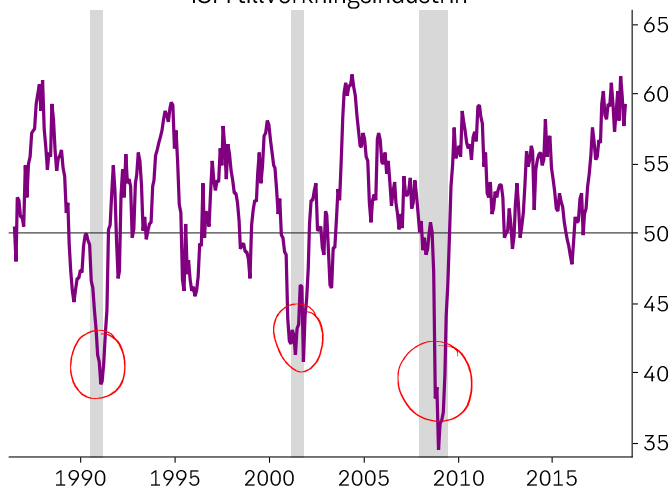
Ledande indikatorer: För industriförtroendet ISM och konsumentförtroendet är bilden också tydlig. Inför alla de fem senaste recessionerna utom den 1981 har ISM vid tidpunkten då avkastningskurvan inverterat legat på liknande starka nivåer som det gör idag. Även konsumentförtroendet har vid dessa tidpunkter oftast legat relativt högt.

ISM och konsumentförtroende vid tillfällen då avkastningskurvan blivit negativ



Sammantaget är det svårt att hitta övertygande stöd för att dagens ekonomiska indikatorer avviker så mycket från det historiska mönstret att vi kan säga att "det är annorlunda nu". Därmed blir det också svårt att bortse från en kommande signal från räntemarknaden om att en recession ligger runt hörnet.

ISM tillverkningsindustrin

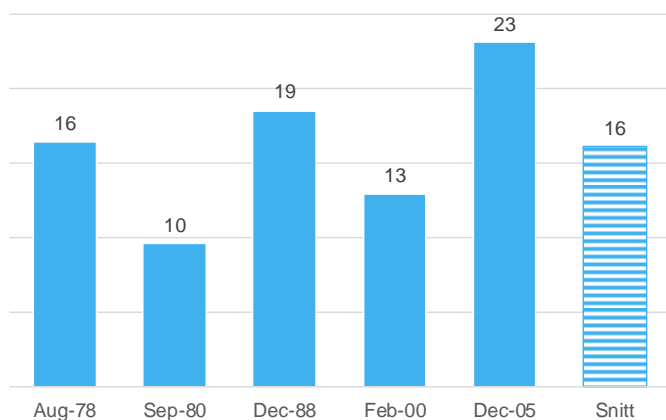


Också om man ser till en bredare palett av indikatorer i ekonomin så är det svårt att känna någon akut oro för att tillväxten är på väg att vika. Inköpscheferna i tjänstesektorn är precis som kollegorna i tillverkningsindustrin väldigt positiva och de amerikanska hushållen är nästintill rekordoptimistiska om framtiden. Arbetslösheten är den lägsta sedan 1969 och BNP växte med hela 3.5% (uppräknat till årstakt) under tredje kvartalet i år. En högst relevant fråga är alltså vad det är räntemarknaden oroar sig för som inte syns ett spår av i andra indikatorer? Kan det vara så att vi oroar oss i onödan?

När börjar nästa recession?

Nästa högintressanta fråga är naturligtvis vad "runt hörnet" faktiskt kan innebära i tid. Det historiska mönstret från de senaste fem recessionerna visar att det har tagit allt mellan 10 och 23 månader från att avkastningskurvan blivit negativ till att recessionen börjat. Om vi väljer att gå på snittet som är 16 månader skulle det alltså ta fram till sommaren 2020 innan ekonomin går in i recession. Det scenariot bygger naturligtvis också på att avkastningskurvan fortsätter att flacka och faktiskt blir tydligt negativ i början av 2019.

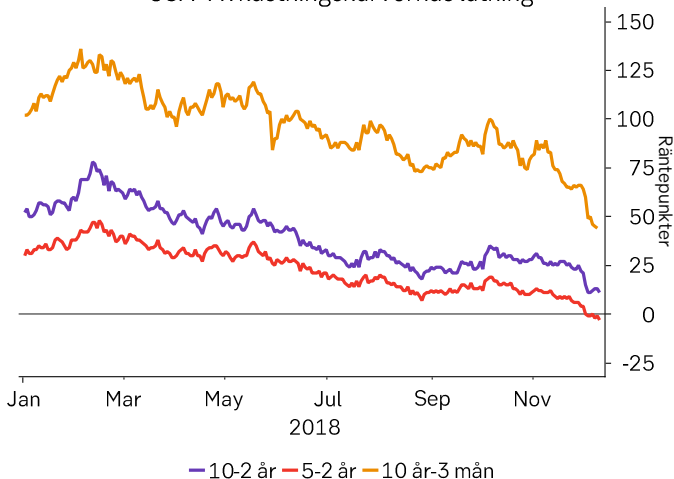
Antal månader från att avkastningskurvan blivit negativ till recessionen börjar



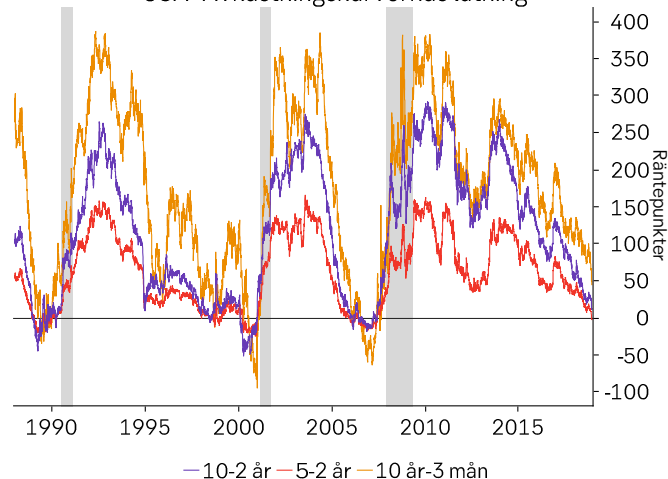
Alternativa avkastningskurvor

I skrivande stund ligger avkastningskurvan 10-2 år på +12 räntepunkter och är alltså mycket nära att bli negativ. Det är inget "magiskt" med att titta på skillnaden mellan just dessa två löptider. Lutningen på det som med marknadsjargong kallas "lillkurvan" (5-2 år) har historiskt också fungerat bra för att förutspå recessioner. Den kurvan blev negativ tidigare i december och ligger nu på -3 punkter. Fed för fram en annan variant och menar att det idag på grund av de mycket låga räntorna och lång tid av expansiv penningpolitik med kvantitativa stimulanser både i USA och i omvärlden är bättre att titta på 10 år - 3 månader. Den är mer känslig för vad centralbanken gör med sin styrränta i närtid. Mot det kan man hävda att den kurvan inte är lika framåtblickande som de andra två eftersom man genom att använda 2-årsräntan fångar in marknadens prognos för vad Fed ska göra med sin styrränta på lite längre sikt. Dessutom har recessionssignalen från de kurvor som använder 2-årsräntan kommit tidigare än från Feds variant.

USA: Avkastningskurvornas lutning



USA: Avkastningskurvornas lutning



När toppar börsen?

Hur lång tid brukar det då ta från det att avkastningskurvan blir negativ tills dess att börsen toppar? Som framgår av grafen nedan så spretar det en hel del och toppen för S&P 500 har infallit alltifrån knappt två månader efter att kurvan inverterat till 21 månader efter. I snitt har det vid de senaste fem recessionerna tagit 12 månader från att kurvan blivit negativ till att börsen toppat.

Extra intressant är också att hittills så har börsen under (åtminstone) de senaste fem recessionerna aldrig toppat före avkastningskurvan blivit negativ. Om det mönstret håller även framöver så kommer börsen att sätta en ny topp innan de riktigt dåliga tiderna börjar. Låt oss hoppas att historien upprepar sig, i alla fall i det avseendet!

Antal månader från att avkastningskurvan blivit negativ till börsen toppat

