

Veckans tanke

torsdag 12 december 2019

Är det dags att glömma recessionsriskerna inför 2020?

För ett år sedan skrev undertecknad om lutningen på den amerikanska avkastningskurvan som korrekt lyckats förutspå samtliga recessioner i USA de senaste 50 åren. Avkastningskurvan hade då ännu inte signalerat att sämre tider låg i korten men i våras kom signalen vilket också ledde till en hel del recessionsoro i marknaden. På senare tid verkar dock tillväxton vara som bortblåst och lutningen på kurvan är åter tillbaka över nollstrecket. Den stora frågan inför 2020 är om vi gör klokt i att glömma alla recessionsrisker och enas om att avkastningskurvan åtminstone den här gången inte fungerade? I den här analysen ska vi närma oss frågan genom att studera hur ekonomin och marknaderna brukar utvecklas efter att avkastningskurvan inverterat och jämföra med hur utvecklingen sett ut i år. Med de historiska glasögonen på är det svårt att bortse från signalen från avkastningskurvan men historien pekar samtidigt mot att börsuppgången kan fortsätta ett tag till.



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

Det som gör amerikanska recessioner så intressanta för investerare är att de nästan alltid är förknippade med stora rörelser på aktie- och obligationsmarknader inte bara i USA utan i hela världen. Lyckligtvis är recessioner relativt ovanliga och USA har befunnit sig i recession knappt en femtedel av tiden de sista 100 åren. Det har också blivit längre mellan recessionerna under senare decennier och idag är det mer än 10 år sedan USA senast befann sig i recessionⁱ. Det gör också den nuvarande tillväxtperioden till den längsta någonsin.

Historiskt har det inte funnits någon bättre indikator på om partyt håller på att ta slut än lutningen på avkastningskurvan. Lutningenⁱⁱ är helt enkelt skillnaden mellan långa och korta räntor och i de sällsynta fall då kurvan inverterar så att långa räntor blir lägre än korta så har det varit en signal om att en recession i antågande. Faktum är att avkastningskurvan korrekt har förvarnat om samtliga recessioner som inträffat sedan 1970-talet.

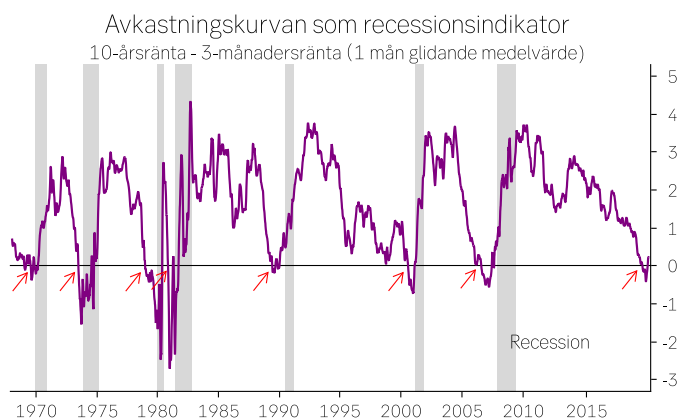
var ett av huvudskälen till att Fed några månader senare inledde en serie räntesänkningar i förebyggande syfte för att stötta ekonomin. Räntesänkningarna (som tryckte ned korta räntor mer än långa) ledde till att kurvan så småningom åter brantade så att lutningen idag åter är positiv.

Konjunkturoptimisterna

Tittar vi framåt är flera olika tolkningar möjliga inför 2020. Antingen kan man se positivt på läget och hävda att avkastningskurvan av olika skäl inte längre fungerar som recessionsindikator. Bland orsakerna till att det skulle vara på det sättet anförs t ex att Fed snedvridit räntemarknaden med sina massiva obligationsköp vilka pressat ned långa räntor till onaturligt låga nivåer och därmed gjort det lättare för kurvan att invertera. En annan variant på samma tema är att det istället är de mycket låga räntorna i omvärlden som pressat ned amerikanska långräntor med samma effekt. Ett annat optimistiskt scenario tar istället avstamp i att Fed genom sitt resoluta agerande, med tre snabba räntesänkningar 2019, har "räddat" ekonomin från en kommande recession. Oavsett vilket är slutsatsen densamma; avkastningskurvan fungerar inte den här gången och vi behöver inte oroa oss för en ny recession.

Konjunkturpessimisterna

Den pessimistiska tolkningen är istället att avkastningskurvan fortfarande fungerar som recessionsindikator precis som den gjort de senaste 50 åren och att Feds räntesänkningar kom för sent för att förhindra en ny recession. Skadan är så att säga redan skedd och signalen var tydlig i och med att kurvan under 2019 varit negativ under nästan 5 månaderⁱⁱⁱ. Ett sätt att försöka komma lite närmare sanningen om huruvida "det är annorlunda den här gången" är att titta på hur ekonomin och finansmarknaderna har betett sig sedan kurvan inverterade i våras och jämföra med hur det sett ut historiskt. Om andra konjunkturindikatorer och marknaderna har avvikit från sina



Den senaste inverteringen av kurvan kom i våras och utlöste då en hel del recessionsoro i marknaden. Många anser också att det

historiska mönster så kan det tala för att det faktiskt är annorlunda den här gången.

Ekonomi och marknader ungefär som tidigare

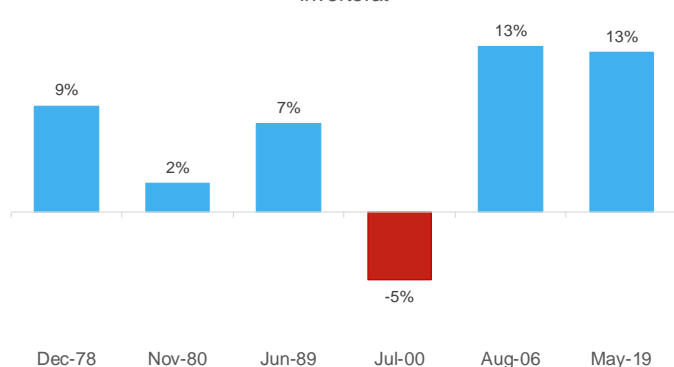
Vi börjar med att titta på några av de viktigaste makroekonomiska indikatorerna. ISM, inköpschefsindex för industrin i USA, mäter optimismen hos företagen. Konsumentförtroendet gör samma sak för hushållen. Därtill ger arbetsmarknaden en bra övergripande bild av styrkan i ekonomin. Självfallet finns en uppsjö av andra indikatorer också men dessa tre ger ändå en hyfsad helhetsbild av läget. I tabellen nedan visas var dessa tre indikatorer i snitt har legat vid tidpunkten då kurvan inverterat under de fem senaste recessionerna och hur de sedan har förändrats under det följande halvåret. Vi väljer 6 månader eftersom det är så lång tid som gått mellan att avkastningskurvan inverterade i våras fram till idag.

	Snitt 1980-2007		2019	
	Avkastningskurvan inverterar	Förändring efter 6 månader	Avkastningskurvan inverterar	Förändring efter 6 månader
ISM industrin	54	-4	52	-4
Konsumentförtr.	110	-7	131	-6
Arbetslöshet	5.5	0.0	3.5	-0.1

Som synes har förändringarna i indikatorerna varit likartade med ungefär lika stora fall i ISM och konsumentförtroendet i år som det historiska snittet. Arbetslösheten har nu som då legat kvar oförändrad. Ekonomin ser alltså ut att hittills ha utvecklats helt i linje med hur den brukar efter att kurvan inverterat vilket alltså knappast ger stöd för att läget skulle vara annorlunda den här gången.

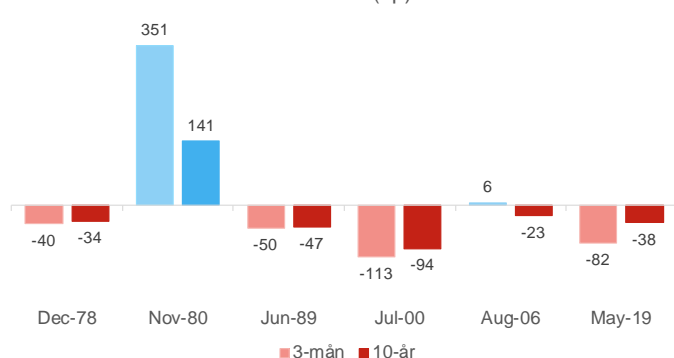
Ser vi istället till börsen (S&P 500) så har den historiskt också oftast stigit under det halvår som följt efter att kurvan inverterat. I år noterar vi dessutom en lika stor uppgång som vi hade ett halvår efter att kurvan inverterade i augusti 2006.

S&P 500: Förändring 6 mån efter att avkastningskurvan inverterat



Ränterörelserna visar också en likartad utveckling som tidigare (med 1980 som ett tydligt undantag då räntorna steg kraftigt eftersom Fed då kämpade mot hög inflation).

Ränteförändring 6 mån efter att avkastningskurvan inverterat (bp)

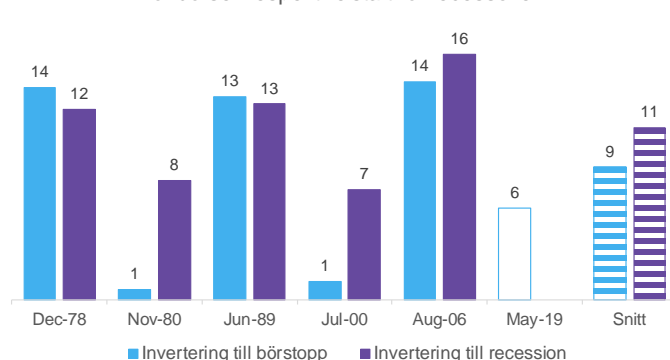


Man brukar halvt på allvar halvt på skämt säga att marknaden inte kan fokusera på mer än en sak i taget och det ligger nog mycket i det påståendet. Det blir uppenbara problem för investerare att tro att en ny recession ligger runt hörnet och samtidigt öka sina investeringar i aktier då börserna nästan alltid brukar falla rejält under recessioner. Ändå är det precis så samspelet mellan börserna och konjunkturen ofta har sett ut historiskt. Att börserna stiger trots att ekonomin går mot recession kan tyckas underligt men förklaringen är antagligen att marknaden till en början gläds mer åt lägre räntor än den oroas av risken för dålig tillväxt i framtiden.

Hur länge kan börserna stiga om recessionen kommer?

Ser man till de senaste fem recessionerna har det i snitt tagit knappt ett år från att kurvan inverterat till att recessionen började. Variationen är dock relativt stor med alltifrån bara 7 månaders förvarning 2000 till hela 16 månader inför den senaste recessionen i samband med finanskrisen.

Månader från att avkastningskurvan inverterat till toppen för börserna respektive start för recessionen



Om man applicerar det historiska mönstret på börserna så verkar oddsen ändå relativt goda för att dagens uppgång, som hittills har pågått i 6 månader, skulle kunna fortsätta ett tag till. I snitt har börserna toppat 9 månader efter att kurvan inverterat men variationen är stor. Om man i brist på bättre ändå väljer det historiska snittet som prognos skulle börserna alltså toppa någon gång under första kvartalet 2020 men börsuppgången skulle mycket väl kunna hålla i sig ända till sensommaren utan att det skulle vara onormalt.

Att försöka pricka börstoppet med någon stor precision utifrån avkastningskurvan låter sig tyvärr inte göras. Som det nu ser ut bör i alla fall både optimister och pessimister om konjunkturen kunna förenas i en positiv syn på aktier åtminstone ett tag till. Huruvida avkastningskurvan kommer bevara sitt felfria trackrekord får vi vänta ännu längre med att få svar på.

ⁱ Recessionsperioderna är de som definierats av National Bureau of Economic Research (NBER) i USA.

ⁱⁱ Avkastningskurvas lutning kan definieras på olika sätt men i den här studien använder vi 10-årsräntan minus 3-månadersräntan vilket är det mått som Fed förespråkar. Vidare jämnar vi ut lutningen på kurvan genom att titta på den som ett 1-månads glidande medelvärde vilket också förespråkas av indikatorns uppfinnare Arturo Estrella.

ⁱⁱⁱ Mått som 1 månads glidande medelvärde var kurvan (10 år minus 3 mån) negativ mellan den 30 maj och 28 oktober 2019.