De Amerikaanse obligatiemarkt

Beschrijving

Volgens het Witte Huis past de pauze van 90 dagen op de importheffingen in een zorgvuldig uitgedachte strategie, maar volgens Trump zelf besloot hij pas op woensdagochtend instinctief tot deze koerswijziging. Zijn eigen partijgenoten moesten het vernemen via Trumps Truth Social-account. Zelfs Peter Navarro bleek niet op de hoogte te zijn. Het gevolg van de draai van Trump is dat we nu weten waar zijn pijngrens ligt. Die wordt niet zozeer bepaald door de daling van de aandelenmarkt, maar wel door de stijgende rente.

Ongewone marktreactie

De Amerikaanse 10-jaars rente steeg in korte tijd met 60 basispunten van 3,9 procent naar even 4,51 procent, terwijl de dollar in diezelfde tijd bijna 3 procent in waarde verloor. Daarmee lijken de Verenigde Staten wel op een â??emerging marketâ??. Normaal gesproken stijgt de Amerikaanse dollar en daalt de rente in tijden van stress. Dat nu het omgekeerde het geval is, is op zijn minst opmerkelijk. De recente veilingen van Amerikaanse staatsobligaties kampen met opvallend lage interesse, wat minister van FinanciÃ«n Scott Bessent in een bijzonder lastige positie plaatst.

De omvang van Bessentâ??s Probleem

Dit jaar moet Bessent ongeveer 2 biljoen dollar aan nieuwe Amerikaanse staatsschuld verkopen, zoâ??n 8 biljoen dollar(!) aan vervallende obligaties herfinancieren, en nog eens 500 miljard dollar aan rente betalen op uitstaande schulden. En dit alles in een omgeving waarin buitenlandse investeerders steeds terughoudender worden om Amerikaans staatspapier aan te houden. Elke stijging van 100 basispunten in de rente betekent 100 miljard dollar extra aan rentelasten voor de Amerikaanse schatkist. Die jaarlijkse rentebetalingen zijn nu al hoger dan de uitgaven aan defensie. Het vertrouwen in de obligatiemarkt is van groot belang voor de Amerikaanse overheid.

De ontrafelende Basis Trade

De huidige crisis wordt verergerd door de zogenaamde â??basis tradeâ?? ontrafeling â?? een financiÃ«le strategie die kleine prijsverschillen tussen contante obligaties en futurescontracten uitbuit. Op het oog geen risicovolle strategie, maar met voldoende leverage is opeens alles risicovol. De recente volatiliteit in de obligatiemarkt heeft margin calls veroorzaakt, wat tot gedwongen verkoop van staatsobligaties heeft geleid. Als deze situatie niet onder controle wordt gebracht, kunnen liquiditeitsproblemen in Amerikaanse staatsobligaties zich verspreiden naar de rest van de vastrentende markt doordat market makers zich terugtrekken. De hefboomwerking binnen deze trades is nu veel hoger dan tijdens de vorige crisis in 2020. Toen moest de Federal Reserve ingrijpen om een instorting van de obligatiemarkt te voorkomen.

De-dollarisering

Het gedrag van de rente en dollar geeft voeding aan de theorie van de-dollarisering, een theorie met als resultaat de ineenstorting van de huidige monetaire, politieke en geopolitieke orde die immers gebaseerd is op de dollar. Het zou een soort Minsky-moment kunnen veroorzaken, maar dan op het niveau van de Amerikaanse staatsschulden. Dit creÃ«ert een fundamentele spanning tussen debiteuren die te veel schulden hebben (zoals de Verenigde Staten) en crediteuren (zoals China en Japan) die al te veel van deze schulden bezitten en verslaafd zijn aan het verkopen van hun goederen aan de schuldenaren om hun eigen economieÃ«n te ondersteunen.

Trumpâ??s tarievenpauze

De Trump-regering beweert â??Main Streetâ?• boven â??Wall Streetâ?• te prioriteren, maar in een sterk gefinancialiseerde economie als de VS zijn deze nauw met elkaar verbonden. Aanhoudende marktproblemen zouden de pensioenzekerheid van de meeste Amerikanen bedreigen, aangezien 54 procent van de Amerikaanse gezinnen markt gebaseerde pensioenplannen bezit.

De Federal Reserve staat ondertussen voor een moeilijke keuze. Ondanks het inflatierisico zullen ze waarschijnlijk gedwongen worden om in actie te komen als de problemen op de obligatiemarkt voortduren. De Fed mag dan twijfelen of een renteverlaging gewenst is bij deze inflatie, bij een liquiditeitscrisis in de obligatiemarkt is ingrijpen gegarandeerd. Toch verwachten analisten geen tussentijdse renteverlaging, tenzij de aandelenmarkt opnieuw zou instorten. Gebaseerd op de marktdynamiek in 2020 schatten specialisten dat de Fed zal ingrijpen om de markt te ondersteunen als de 10-jaarsrente de 4,75 procent bereikt.

Korte termijn oplossingen

Bessent en zijn collegaâ??s in de administratie hebben enkele opties om het vertrouwen in de markt te herstellen. Zo kan het begrotingstekort omlaag. In theorie zou dit het vertrouwen in de â??risicovrijeâ?• status van Amerikaanse staatsobligaties kunnen versterken, maar in de praktijk lijkt dit vrijwel onmogelijk met stijgende overheidsuitgaven en geplande belastingverlagingen. Ook kan hij geld

vangen door federale gronden en minerale rechten te verkopen, maar dit is meer iets voor de lange termijn. Verder staat de privatisering van Fannie Mae en Freddie Mac op de agenda. De opbrengst zou gebruikt kunnen worden om schulden af te lossen, en als deze instellingen hun overheidsgaranties verliezen, zou de Fed waarschijnlijk versneld overstappen van hypotheekobligaties naar staatsobligaties.

Een snellere aanpassing is mogelijk door de manier waarop de â??Supplementary Leverage ratioâ?? (SLR) wordt berekend bij de commerciÃ«le banken. Deze regel vereist dat de grootste Amerikaanse banken kapitaal aanhouden van minstens 5 procent van hun totale activa. Door Treasuries vrij te stellen, zouden banken hun bezit aan staatsobligaties kunnen verhogen, mogelijk met wel 1 biljoen dollar of meer. De wijziging van de SLR-regel is waarschijnlijk de eenvoudigste en meest effectieve manier om op korte termijn stabiliteit te herstellen. Dit zou ook positief moeten zijn voor de winsten en aandelenkoersen van banken, gezien het feit dat Amerikaanse banken momenteel slechts tussen 0,4 procent en 1,3 procent betalen op depositoâ??s, terwijl 10-jaars staatsobligaties 4,45% opleveren.

De dollar als reservemunt

Stijgende rendementen en een dalende dollar roepen dus vragen op over het â??buitensporige privilegeâ?• van de VS en de positie van de dollar als reservevaluta. De basis trade-ontrafeling mag dan technisch van aard zijn, maar signaleert een reÃ«le bedreiging voor de economie en risicovolle activa. Het vertegenwoordigt een verkrapping van de financiÃ«le condities en van de kredietverleningsnormen van banken â?? factoren die de economische activiteit zouden ondermijnen. Zowel de Fed als de regering Trump staan voor moeilijke keuzes. De uitkomst zal bepalend zijn voor de toekomst van de Amerikaanse obligatiemarkt, en daarmee voor de wereldeconomie als geheel.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer

Abonneer op deze nieuwsbrief via www.aureus.eu/nieuwsbrief