

JUNI 2023

MAJ INVEST MÅNED

Det skal du vide om gældsloft og den amerikanske økonomi





Maj Invest, juni 2023
Af Jeppe Christiansen, adm. direktør i Maj Invest

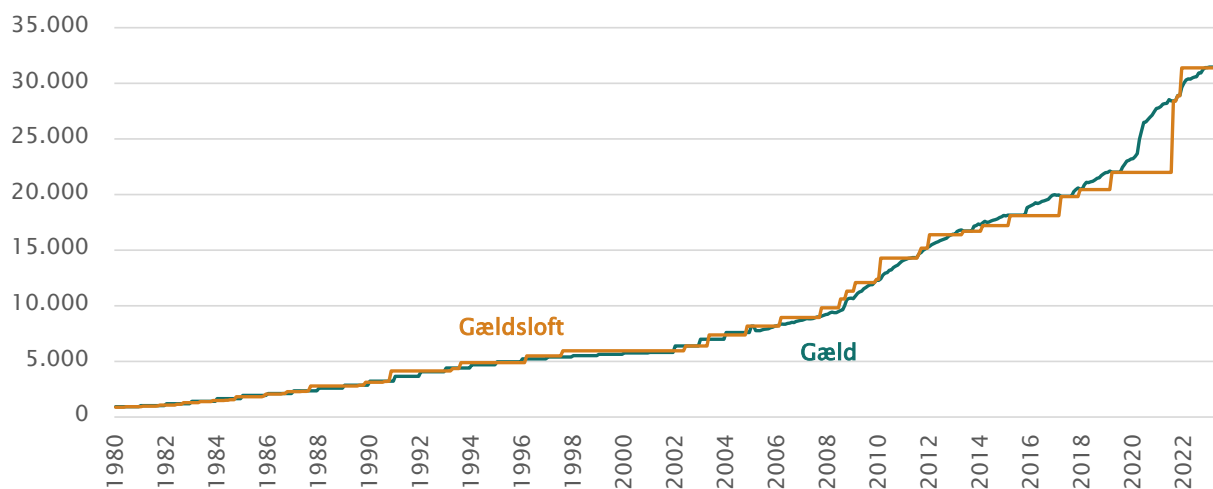
Det skal du vide om gældsloft og den amerikanske økonomi

De seneste uger har der været fornyet fokus på udviklingen i USA. Der er fortsat en relativt pæn vækst i beskæftigelsen, og første kvartal viste en vækst i amerikansk BNP på 1,3 pct. Men de stigende renter lægger pres på amerikansk økonomi. Mange frygter, at bankerne vil stramme kreditgivningen på et tidspunkt, hvor statens økonomi er presset. Hvis både forbrugere, virksomhederne og staten på en og samme tid presses til at reducere efterspørgslen, vil det nødvendigvis resultere i en økonomisk recession.

På den korte bane er det største problem formentlig, at den amerikanske statsgæld har ramt det loft på 31.380 mia. dollar, som Kongressen har fastsat – se figur 1 næste side. Det betyder, at staten vil blive tvunget til at standse sine betalinger, medmindre Kongressen hæver gældsloftet. Det er en temmelig absurd situation, fordi det principielt kan udløse en statsbankerotlignende tilstand. Hvis staten ikke kan optage nye lån, vil det betyde, at staten ikke kan betale sine regninger og dermed misligholder sin gæld.



Figur 1: Amerikansk gæld rammer gældsloftet (Statsgæld og gældsloft, mia. dollar)



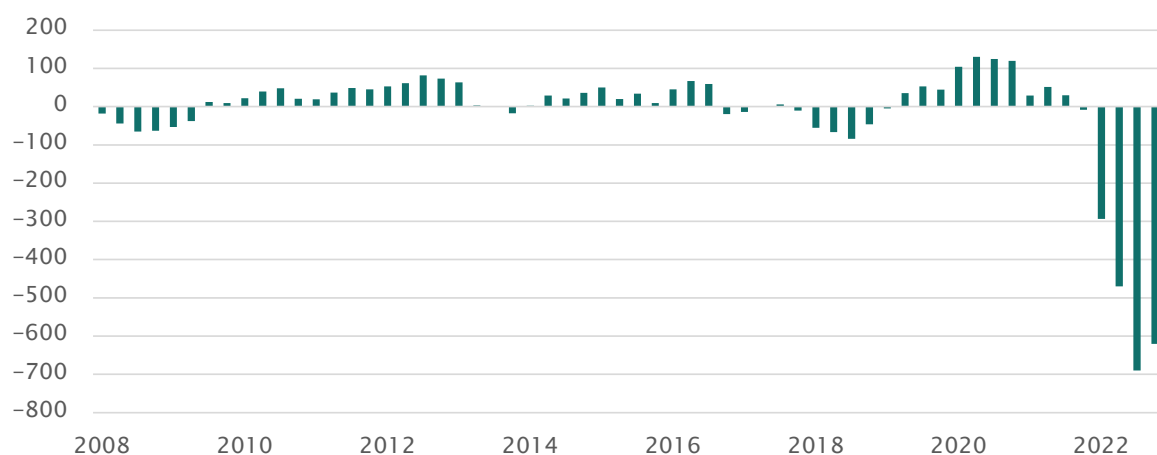
Note: Ad syv omgange siden 2013 har Kongressen suspenderet gældsloftet for at forhandle et nyt loft. I de perioder har statsgælden oversteget gældsloftet. I 1995–1996, 2011, 2013, 2018–2019 samt her i 2023 har der været store uenigheder om det offentlige budget, hvor gældsloftet bruges politisk til at gennemføre ændringer/reduktioner af de offentlige udgifter. Kilder: Bloomberg, US Treasury og Congressional Research Service.

Gældsloftet fastsættes af Kongressen, og så længe staten har et budgetunderskud, skal dette loft med jævne mellemrum hæves. Det har man gjort i alt 78 gange siden 1960, og som oftest blev demokrater og republikanere enige om at tilpasse loftet uden de store problemer. Denne gang er det ikke tilfældet. Republikanerne ønsker store besparelser – svarende til omkring 47 pct. af de almindelige løbende driftsudgifter – for at gå med til at hæve loftet. Demokraterne mener, at man allerede har et godkendt budget, og at det derfor bør være en formalitet at hæve gældsloftet. Hvis ikke der opnås enighed om et løft af gældsloftet, risikerer staten at løbe tør for penge, og dette kan potentielt ske så tidligt som den 1. juni. Sidste gang man oplevede noget lignende, var under Obama i 2013, hvor staten i 16 dage ikke kunne betale regninger, herunder løn til de statsligt ansatte.

I weekenden indgik præsident Biden og den republikanske forhandlingsleder Kevin McCarthy en foreløbig aftale om at hæve gældsloftet, men aftalen skal først godkendes i Kongressen i denne uge, før den træder i kraft. Hvis partierne ikke bliver enige og godkender aftalen, vil forhandlingerne kunne trække ud i måneder, og statens efterspørgsel kan falde så markant, at det næsten pr. automatik vil udløse en recession. Derfor har en række økonomer, inklusive finansminister Janet Yellen, kraftigt advaret Kongressen om at bruge gældsloftet som politisk kampplads op til aftalen i weekenden. Trods de besværlige forhandlinger kan man dog sige, at de to partier er tvunget til et forlig, fordi ingen har en interesse i alvorligt at svække tilliden til den amerikanske økonomi og det amerikanske aktiemarked.

Parallelt med dette er mange fortsat bekymrede for det amerikanske banksystem. Den store rentestigning har udløst betydelige kurstab i mange amerikanske banker. En normal del af bankdrift består i at modtage indlån fra kunder og placere disse i korte obligationer. En del banker har tilsyneladende haft mangelfuld risikostyring, og derfor er de ramt af store tab på obligationsbeholdningerne. I alt udgør tabene i de amerikanske banker omkring 600 mia. dollar – se figur 2. Det er et stort beløb, men de fleste banker har en betydelig solvenskapital og kan håndtere det. Samtidig er bankernes indtjening steget kraftigt i takt med rentestigningerne, så bankerne vil i løbet af 1–2 år tjene nogenlunde det samme på den stigende rentemarginal. Men ikke alle banker har haft styr på risici, og det har betydet, at bl.a. First Republic Bank har kapituleret, og flere andre mellemstore banker er pressede. Intet tyder på, at det udløser en systemisk krise, men faren er endnu ikke helt drevet over, idet mange banker også har ydet store lån til ejendomsselskaber, der er ramt af stigende renter og faldende udlejning.

Figur 2: Amerikanske banker har store urealiserede obligationstab (mia. dollar)

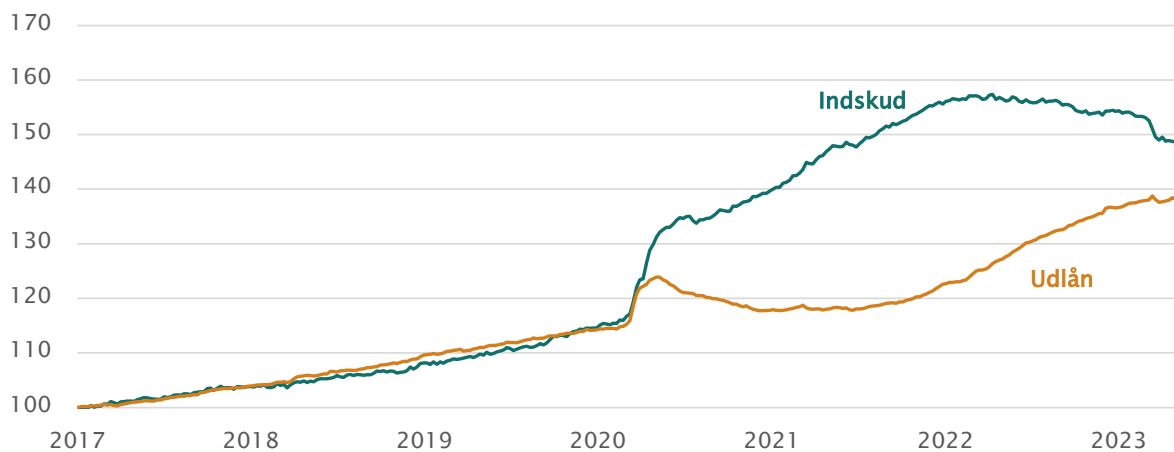


Kilde: FDIC.

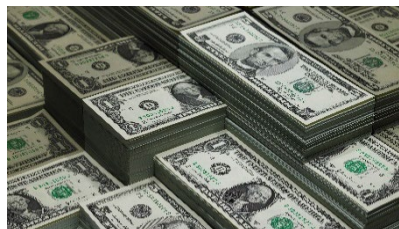
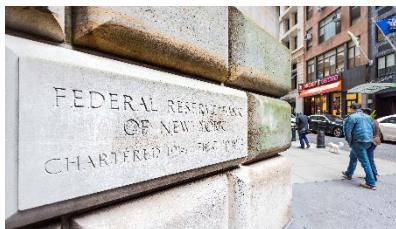


Det er kombinationen af disse faktorer, der gør, at mange analytikere frygter en generel kreditstramning. Det vil blive sværere at optage lån, og måske vil det påvirke både investeringslyst og privatforbrug. Indtil videre synes det ikke at have haft den store effekt. I figur 3 er vist udviklingen i de samlede indlån og udlån hos amerikanske banker. Som det fremgår, er der fortsat en stor overskydende indlånsbase, og der er endnu intet, der tyder på udlånsstop.

Figur 3: Der er intet, der tyder på udlånsstop i USA (Bankudlån og -indskud, indeks)



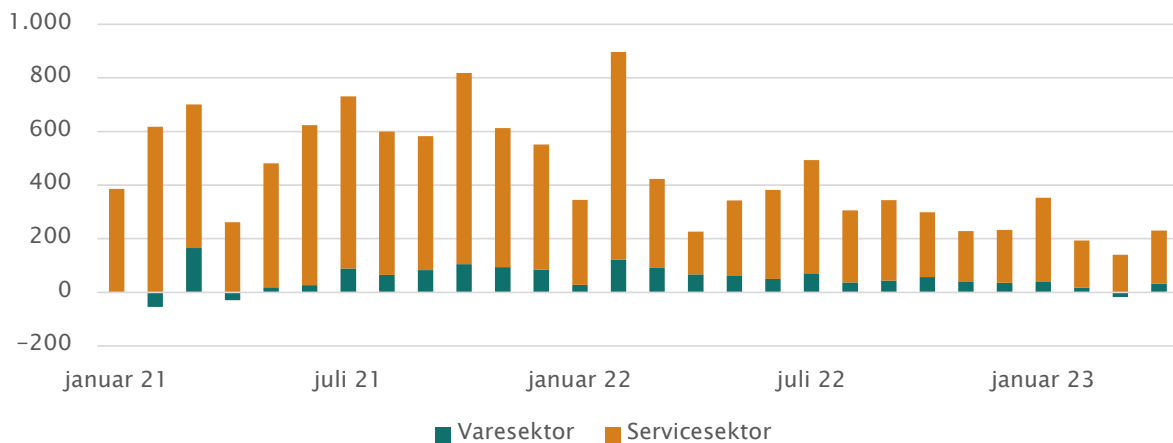
Kilder: Federal Reserve Bank og Bloomberg.





Tager man et kig på de øvrige komponenter, der betyder noget for amerikansk BNP, ser det fornuftigt ud. Virksomhederne investerer kraftigt i nye produktionsanlæg i USA og i energi-sektoren. Samtidig vokser serviceøkonomien, og det trækker mange nye jobs med sig. Faktisk er det næsten alene servicesektoren, der skaber alle de nye jobs i den private sektor, som det fremgår af figur 4. Den lange periode med kraftig jobskabelse vidner om, at det amerikanske arbejdsmarked har været præget af en efterspørgsel efter arbejdskraft, der ikke i tilstrækkelig grad kunne imødekommes af det tilgængelige udbud. Selvom vi nu ser de første tegn på en opblødning gennem en normalisering af antallet af afskedigelser, er andelen af arbejdsløse fortsat kun 3,4 pct. i USA og dermed på det laveste niveau i mere end 50 år.

Figur 4: Nye jobs i USA skabes i servicesektoren (Privat beskæftigelse, tusinde personer)

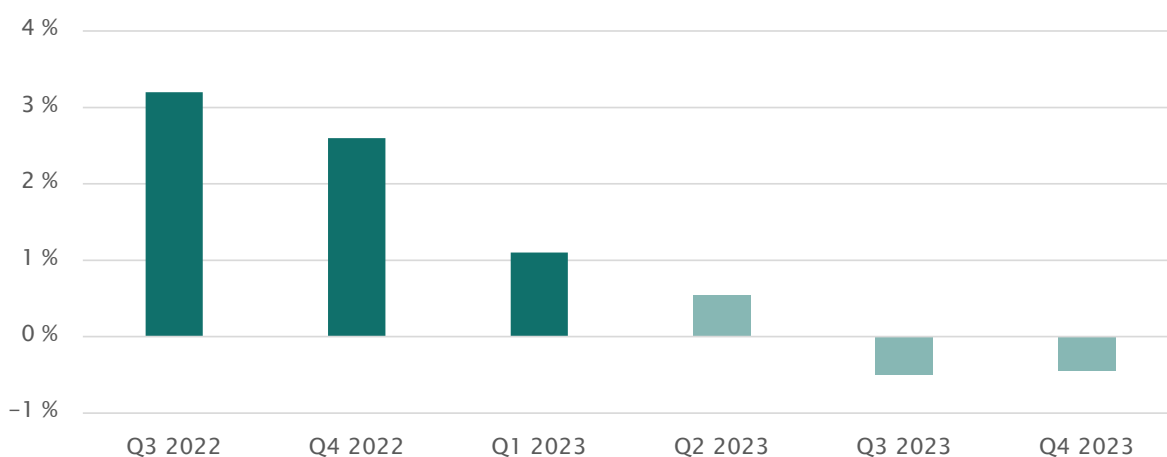


Kilde: Bloomberg.



På finansmarkederne er den nuværende konsensus, at den reale BNP-vækst vil være negativ i årets sidste to kvartaler, se figur 5. Der er med andre ord en forventning om, at man i USA vil ende i en recession i slutningen af året. Denne recessionsforventning har været i markedet i en længere periode, men den bliver hele tiden skubbet længere ud i fremtiden, da underliggende BNP-komponenter har overrasket positivt og været stærkere end ventet i de seneste kvartaler. Særligt privatforbruget, der udgør knap to tredjedele af amerikansk BNP, oplevede fremgang i første kvartal af 2023. Den store private opsparing, som blev skabt under covid-krisen, er i dag den "buffer", som har sikret forbrugsfremgangen i en periode, hvor stigende inflation har ramt købekraften. Samtidig er lønstigningerne lige nu på omkring 5 pct. årligt, mens inflationen i de seneste seks måneder kun har været på 3 pct. årligt, hvorfor reallønnen igen stiger. Alt i alt betyder det, at vi i Maj Invest forventer, at privatforbruget – herunder særligt servicedelen – vil vokse og holde USA på vækstsporet, så BNP-udviklingen i de kommende kvartaler vil overraske positivt.

Figur 5: Markedet venter en recession i USA i slutningen af 2023 (Real BNP-vækst, procent)

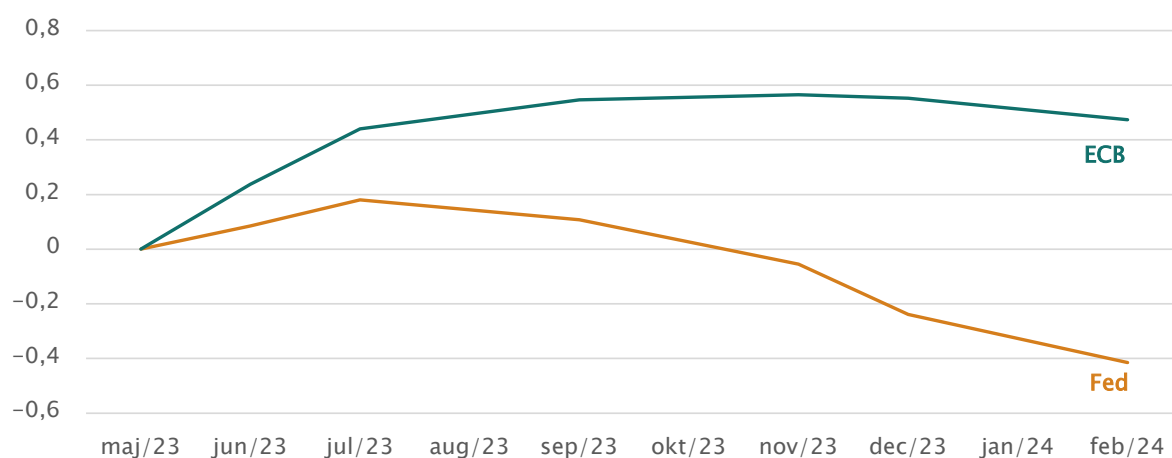


Note: Forecast er baseret på data fra Bloomberg. Væksten er kvartalsvækst omregnet til årsrater.

Kilde: Bloomberg.

Markedets forventninger til en aftagende vækst i USA betyder også, at der ikke er tiltro til, at den amerikanske centralbank, Fed, vil fastholde styringsrenten på sit nuværende høje niveau mellem 5 og 5,25 pct. i andet halvår af 2023, se figur 6. Renteforventningerne afspejler, at inflationen allerede nu stabiliseres på et lavere niveau, men også at man ved det nuværende renteniveau frygter, at arbejdsløsheden begynder at stige. Fed er nemlig underlagt et delt mandat, som både omfatter stabile priser og maksimal beskæftigelse. Da markedets forventning om aftagende vækst formentlig også indebærer en højere arbejdsløshed, ville det kunne få Fed til at sænke renten for at undgå en overtrædelse af mandatet.

Figur 6: Ingen tiltro til fastholdelse af styringsrenten (Forv. kumulerede ændringer, pct.-point)



Kilde: Bloomberg.

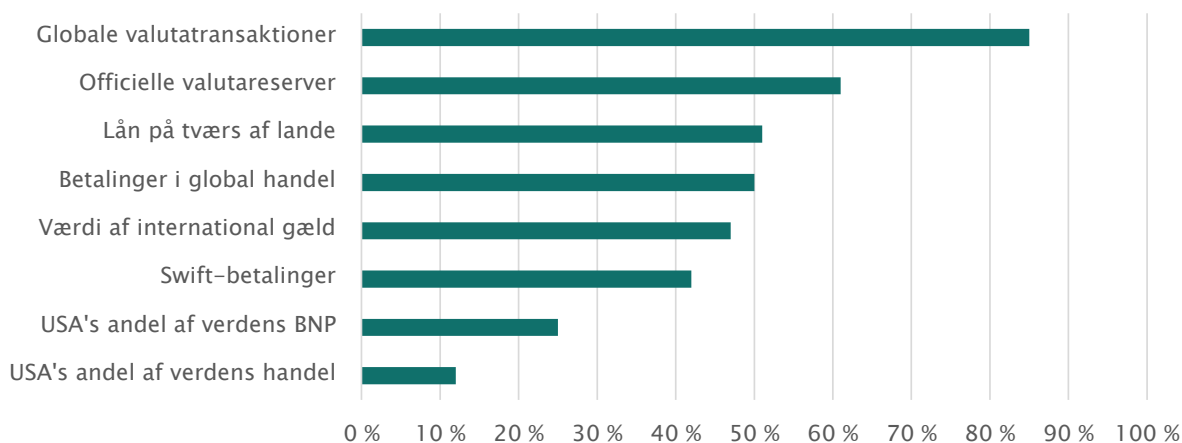
I Europa er situationen en anden, da Den Europæiske Centralbank, ECB, både kæmper mod en mere vedholdende inflation og kun er underlagt et mandat vedrørende stabile priser. Forventningen er derfor, at ECB fortsat vil hæve sin styringsrente ved de kommende møder fra det nuværende niveau på 3,25 pct.

I Maj Invest vurderer vi, at obligationsrenterne kan falde lidt tilbage, hvis inflationstallene de kommende måneder bliver lave, men vi forventer også, at renterne vil stige igen, i takt med at der kommer økonomisk vækst. På længere sigt forventer vi også et opadgående pres på renten af demografiske årsager, der vil føre til en lavere samlet opsparing, end vi har set de seneste år.



USA er fortsat den i særklasse vigtigste og mest toneangivende økonomi, og derfor vil den amerikanske dollar også fremover være verdens reservevaluta. Da USA er verdens største økonomi, med det mest likvide kapitalmarked, den stærkeste venturekapitalindustri og det mest veludviklede marked for risikokapital, er amerikansk valuta uundgåeligt den vigtigste, se figur 7. Idéen om, at den kinesiske valuta, renminbi, overtager pladsen som verdens reservevaluta, er på nuværende tidspunkt irrelevant. Den øgede anvendelse af renminbi i handel med f.eks. Indien og Brasilien er ikke tilstrækkelig til at ændre dollarens rolle lige foreløbigt. Så længe finansmarkederne har negative forventninger til den kommende økonomiske udvikling, vil det blot styrke den amerikanske dollar, der fortsat anses som en af de sikreste investeringer.

Figur 7: Dollaren er uundgåelig (Andel af globale aktiver eller transaktioner i dollar, procent)



Kilder: The Global Dollar Cycle, Obsfeld og Zhou, 2022 og Financial Times.

Ansvarsfraskrivelse

Dette materiale er udarbejdet af Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S ("Maj Invest"). Materialet er alene udarbejdet som informationsmateriale. Materialet er ikke et tilbud eller en opfordring til køb/salg af værdipapir, valuta eller finansielt instrument.

Materialet tager ikke udgangspunkt i og er ikke tilpasset nogen investors personlige forhold. Materialet er ikke investeringsrådgivning og bør ikke opfattes som sådan, materialet giver kun generelle informationer om værdipapirer, herunder investeringsbeviser. Materialets informationer kan ikke erstatte individuel professionel rådgivning.

Materialet er baseret på informationer fra kilder, som Maj Invest finder troværdige, men Maj Invest påtager sig ikke ansvar for materialets rigtighed eller for dispositioner foretaget på baggrund af materialet, herunder eventuelle tab.

Maj Invest og dets moderselskab samt medarbejdere i Maj Invest kan udføre forretninger, etablere, afslutte, ændre eller have positioner i værdipapirer, valuta, finansielle instrumenter, som er omtalt i materialet. Maj Invest kan endvidere udføre investerings- eller porteføljerådgivning for kunder, som er omtalt i materialet, f.eks. Investeringsforeningen Maj Invest. Maj Invest har samarbejdsaftale om formidling af handel med og information om investeringsforeningsandele i Investeringsforeningen Maj Invest, og Maj Invest honoreres herfor.

Vurderinger i materialet er baseret på skøn og forudsætninger. En investering i værdipapirer, herunder investeringsbeviser, er forbundet med risici. Bevægelser i markedet generelt eller hændelser knyttet til værdipapirer kan påvirke kursudviklingen, som dermed kan adskille sig væsentligt fra det i præsentationsmaterialet forventede. Historiske og tidligere afkast kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast. Vurdering af fremtidige afkast er baseret på formodninger, som måske ikke realiseres.

Materialet er beskyttet af ophavsretslovgivningen i Danmark. Materialet er til modtagerens personlige brug og må ikke udleveres, kopieres eller offentliggøres til andre uden Maj Invests tilladelse, andet end i det omfang det er nødvendigt til andre personer inden for samme organisation.