

Har marknaden fel?

När ekonomer spår om (*ekonomin*) morgondagens volym avseende köp av nyproducerade varor och tjänster i USA konkluderar de flesta med att vi är i slutet av en lång högkonjunktur.

Motiveringarna är flera

- Börsen har gått spikrakt i 10 år.
- Räntemarknaden diskonterar lägre ekonomisk aktivitet med påföljande lägre långa räntor, fenomenen inträffar när kreditmarknaden förväntar sig lägre efterfrågan, lägre inflation och lägre räntor.
- Ofta hör vi att centralbankerna har bränt krutet och inget finns kvar för att stödja ekonomin med penningpolitiska övningar då räntorna redan är låga.
- Hög skuldsättning hos hushåll och företag.
- Handelskrig med Kina.

Observationen för amerikanska aktier är korrekt, det samma kan sägas om lägre långräntor. Dock har senaste åren visat stor deviation mellan förväntat utfall och faktisk utfall i prognoser. Lägre långräntor avspeglar en lägre förväntning och inget annat.

Förenklat är centralbankernas huvuduppgift att stimulera till en efterfrågan som är större än utbudet. Enligt teorin är förväntningar om prishöjningar (inflation) jätteviktigt då konsumenten väljer att köpa innan det blir dyrare. Vid förväntningar om prisnedgång antar man att konsumenten skjuter på sina inköp då det blir billigare att vänta. Om detta skulle inträffa förväntar man sig ekonomiskt kaos och massarbetslöshet.

Centralbankens huvudsakliga uppgift är således att stimulera till efterfrågan, vapnet är räntan, när räntan går ned finns resurser som tidigare gick till långivare kvar hos konsumenten. När konsumenten har tillgängliga resurser gör teorin antagandet att konsumenten spenderar dessa. Kort sagt bygger teorin på att centralbanken kan fjärrstyra konsumentbeslut med att tillföra resurser.

Senaste åren har facit visat oss ett annat utfall, med undantag för Sverige och Norge valde konsumenter att betala av på skulder och spara de frigjorda resurser som kom från räntesänkningar.

Krutet som brändes med införandet av nollränta, kvantitativa lättnader i form av obligationsköp och billiga lån till banksystemet var effektlöst i drygt 5 år (i ett konsumtionsperspektiv). Först mitten av 2013 såg vi en märkbar förändring i konsumtionsvolym. Dock fanns det kvar ett gediget överskott i form av produktionskapacitet och det skulle ta nästan 5 år till innan producenter började få utmaningar med hög orderingång.

Kritiken mot centralbankernas verkningslösa penningpolitik blir därför felaktigt. För det första har inte nollräntan varit verkningslös då den möjliggjorde en aggressiv amortering av skulder hos hushåll, företag och stater. I det fall vi ser låga räntor under en längre tid möjliggörs ytterligare skuldsanering, vilket är bra.

Ett långvarigt handelskrig med Kina är mycket osannolikt på den politiska risken för nuvarande administration är för hög. I lagom tid inför valet avslutas dispyten med ett nytt avtal.

S & P 500



Ekonomisk aktivitet kan förklaras med transaktioner mellan hushåll och producenter, indirekt hushållskonsumtion genom offentlig upphandling, investeringar och gränsöverskridande handel.

När man försöker spå om morgondagens volym bör man kartlägga förändringar i tillgängliga resurser. Det vanliga är att följa löneutvecklingen, arbetsmarknaden samt nivån av ångest hos producenter (PMI).

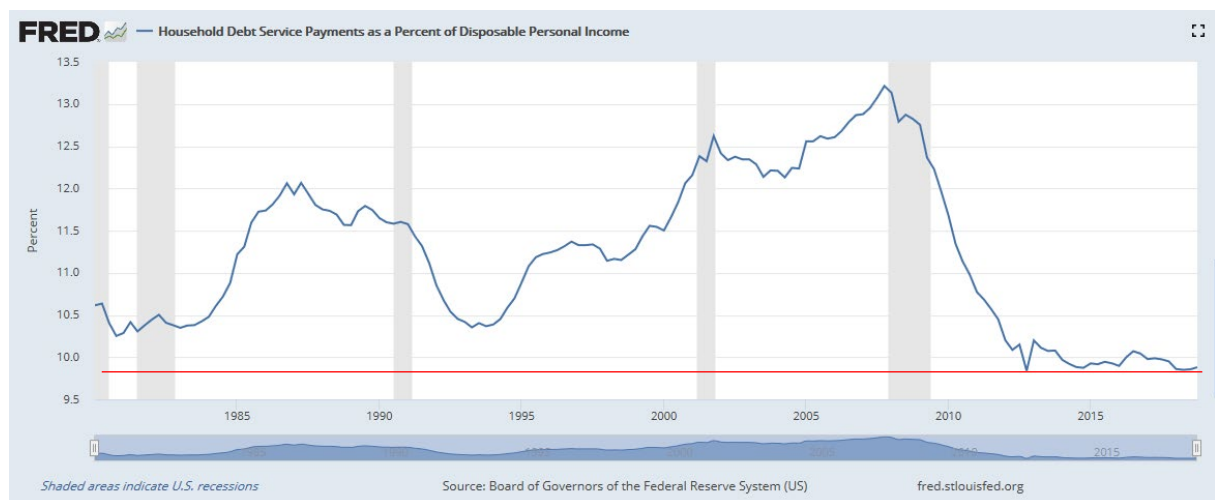
Skall morgondagens utfall avvika från dagens resultat krävs det förändringar. Det finns förändringar som tyvärr flyger under radarn och sällan analyseras.

Skuldsättningsgrad hos Amerikanska hushåll



Skuldsättningen hos amerikanska hushåll har kommit ned från drygt 98 % av BNP till 76 %.
Genomsnittlig nedbetalningstid på bolån är ca 15 år och konsumentkrediter i underkant av 3 år. I motsättning till skandinaviska länder har de flesta fasträntelån där snittavtalen antas ligga på 7 år. Mindre skulder och låga räntor har resulterat i de lägsta kreditkostnaderna amerikanska hushåll någon gång har haft.

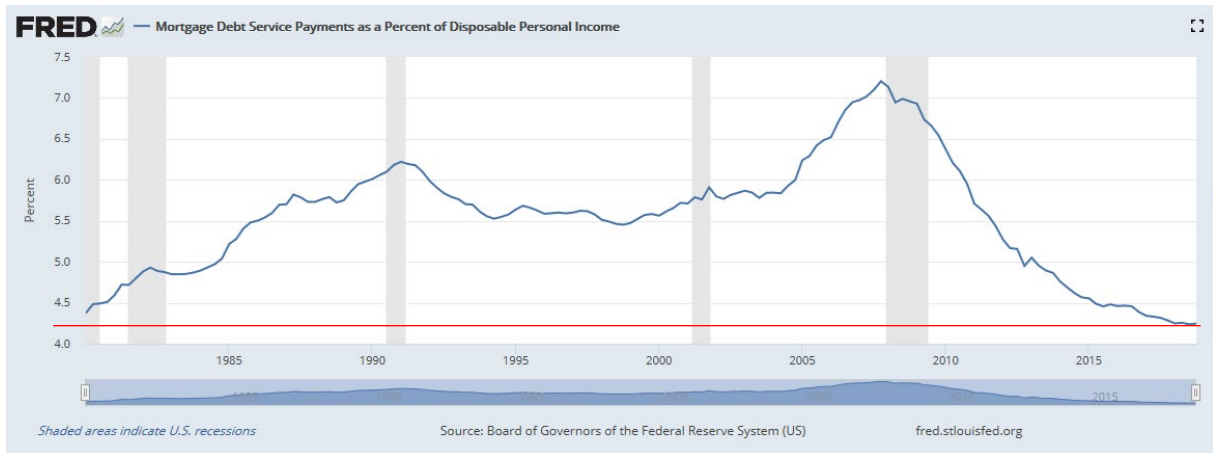
Kreditkostnader i procent av hushållens inkomster efter skatt.



(FRED = Federal Reserve economic data)

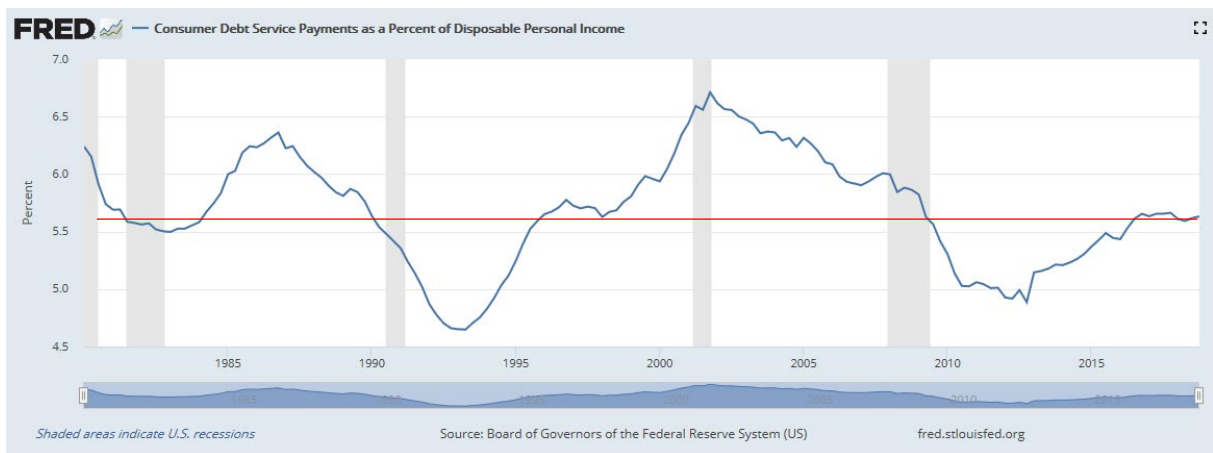
Aggressiv amortering och bestående lägre räntor frigjorde enorma resurser, enbart delar av dessa har hittat vägen ut i den reala ekonomin.

Kreditkostnader för bolån i procent av nettoinkomst



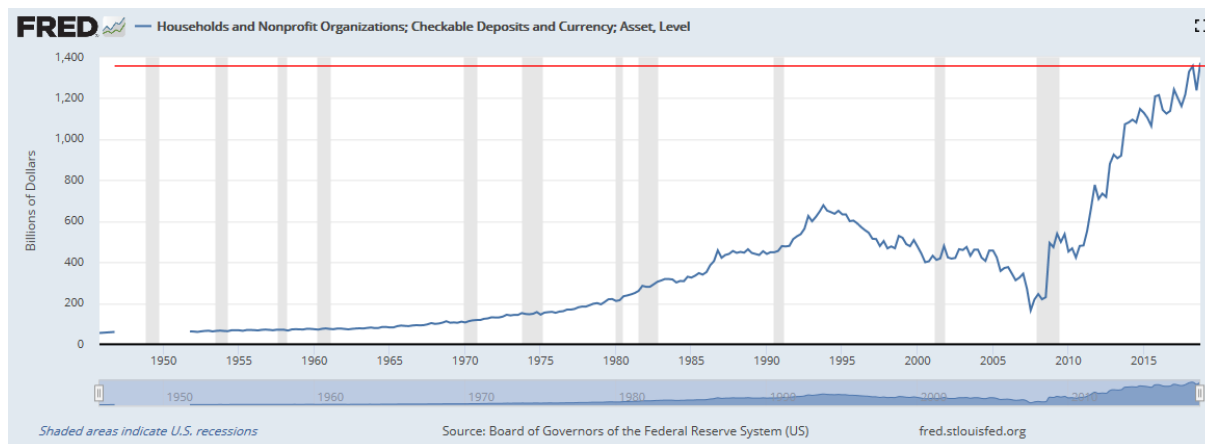
(FRED = Federal Reserve economic data)

Kreditkostnader för konsumentkrediter i procent av nettoinkomst.



(FRED = Federal Reserve economic data)

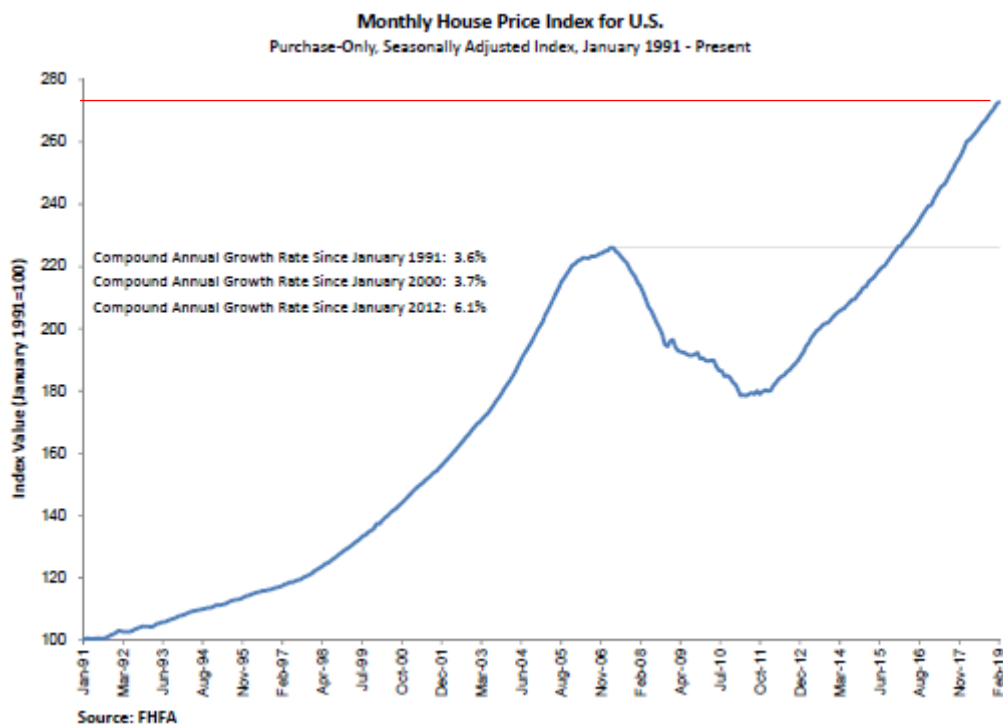
Bank sparandet



(FRED = Federal Reserve economic data)

Samtidigt som hushållen har valt att använda frigjorda resurser till amortering har man även valt att samla i ladorna. Volymen i likvida medel är helt klart en ny ALL TIME HIGH.

Fastighetspriser



(FHFA = federal housing financing agency)

Fastighetspriser har förlängts nått ny ALL Time HIGH, en gigantisk efterfrågan och en begränsat volym i nyproduktion pressar priserna. Låga belåningsgrader gör långivarna mindre sårbara.

Employment



SOURCE: TRADINGECONOMICS.COM | U.S. BUREAU OF LABOR STATISTICS

Antalet personer i arbetet är på högsta nivån någonsin, även där ALL TIME HIGH. Lägger man till en befolkning som växer med ett litet Norge varje år är nivån av sysselsättningsgrad imponerande.

En ökning i antalet personer i arbete avspeglar en kraftig ökning i orderingången. Denna avspeglar i sin tur frigjorda resurser hos konsumenten. Dessa kommer även från reallöneökningar som visas i nästa graf.

Löneutveckling



Shaded areas indicate U.S. recessions

Source: U.S. Bureau of Labor Statistics

fred.stlouisfed.org

(FRED = Federal Reserve economic data)

Gör vi en summering av faktorer som frigör resurser till köp av nyproducerade varor och tjänster blir listan rätt lång.

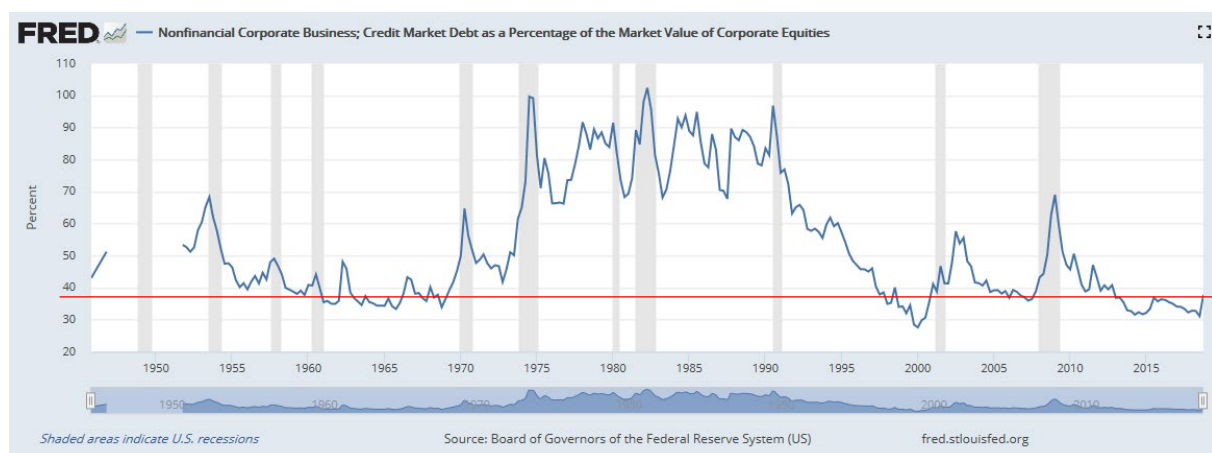
- Amorteringar frigör resurser.
- Bestående låga kreditkostnader i procent av nettolön och fasträntelån.
- Mycket hög nivå av likvid sparande.
- Befolkningsökning
- Ökningen i efterfrågan ger nya arbetstillfällen, som igen ger nya konsumenter.
- Utbudsbrist på arbetskraft ger löneökningar
- Löneökningar ger högre priser och inflationen driver skuldsättningsgraden ännu lägre.

Lägger vi till år med eftersatt underhåll då ekonomins aktörer känner sig osäker inför framtiden och väntar med att byta soffor och köksluckor är eftersläpet gigantisk.

De glasögon som gammal teoribildning skapat, fångar inte fenomenen. Därför får inte förändringarna uppmärksamhet. Inget av detta är ologiska samband, men man måste titta utanför boxen av aggregerade data för att upptäcka dom.

Ofta sägs det att skuldsättningen hos amerikanska företag är jättehöga. Även detta är ett konstigt påstående om man tittar på fakta.

Skuldsättning hos amerikanska företag.



(FRED = Federal Reserve economic data)

Sannolikt befinner vi oss i början av en längre konjunkturcykel. På grund av upplevd oro och politisk osäkerhet inför framtiden använder konsumenterna enbart delar av de frigjorda resurserna till konsumtion.

Eftersom man gradvis glömmar sin möda ökar konsumtionen, efter som tiden går börjar man ta av banksparandet för att ta hand om eftersatt underhåll. När man har glömt sin möda börjar man låna.

Effekten av en ny kreditexpansion har vi mycket god data att stödja oss på.

ruben@hagakapital.com