



# Marknadsbrev

## Problem med billån och risk för ökade kreditspreadar

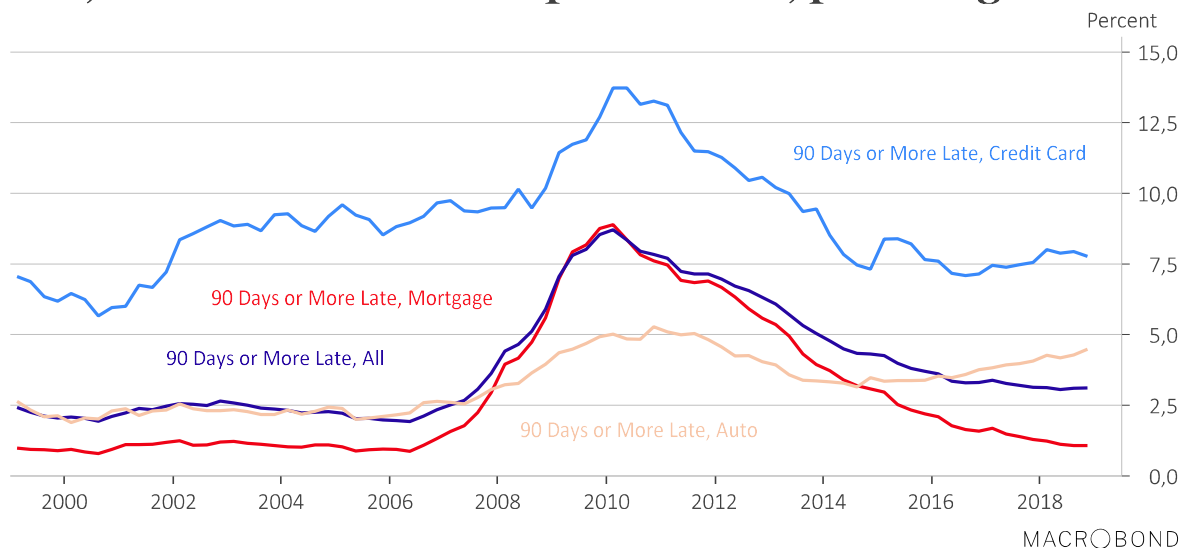
4 mars 2019

**Fler än 7 miljoner amerikaner ligger efter med betalningen av sina billån. Trots det är andelen amerikanska hushåll med problemkrediter stabil, totalt sett. Samtidigt har dock amerikanska banker slutat lätta på kreditvillkoren. Vi har använt den statistiken och konjunkturdata för att värdera den generella kreditrisken för företagsobligationer. Slutsatsen är att en konjunkturavmattning och dess följd effekter för bankernas kreditgivning och hushållens betalningsförmåga riskerar att driva upp kreditspredarna med mellan 60 och 200 räntepunkter, beroende på hur stor avmattningen blir.**

## Problemen med amerikanska billån ökar, men ingen åtstramning i banksystemet än

De amerikanska hushållens krediter och deras minskade betalningsförmåga dyker upp i rubrikerna då och då. För ett tag redovisade Fed statistik som visade att fler än 7 miljoner amerikaner ligger efter med betalningen av sina billån. Det som var anmärkningsvärt var inte bara att gruppen med sämst betalningsförmåga ("sub-prime") fortsätter att öka, utan att även de rikare hushållen får allt större problem (<https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2019/02/just-released-auto-loans-in-high-gear.html>). Det ska dock noteras att kreditstocken av både billån och kreditkortsskulder är relativt liten, ca 10% vardera av totalen. Den absolut största delen av de amerikanska hushållens skulder utgörs av bostadslån, mer än 2/3-delar av den totala stocken. Andelen hushåll som får problem med sina bostadslån minskar i själva verket och därmed är den totala andelen hushåll som har problem med att betala sina lån i stort sett oförändrad (se figuren nedan).

### USA, andelen hushåll med problemlån, per kategori

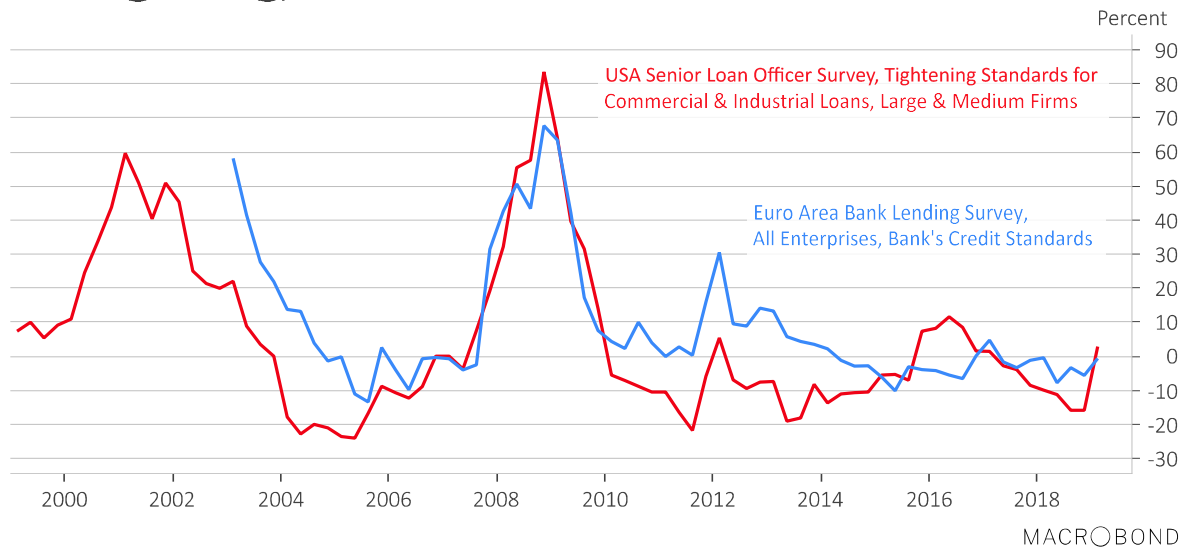


Man ska dock inte underskatta eller ignorera problemen med billånen bara för att de utgör en mindre del av de totala skulderna. Kom ihåg hur både amerikanska bostadslån för de med sämre betalningsförmåga ("sub-prime") och Greklands skuldproblem till en början avfärdades med att de var små i sammanhanget. De visade sig bara vara toppen på ett isberg av underliggande problem och det kan vara likadant här. Än syns dock få andra allvarliga tecken, även om den enorma skuldbördan är ett orostecken i sig. De senaste siffrorna visar att den amerikanska privata sektorns skulder (hushåll och företag) utgör ca 150 % av BNP och den offentliga sektorns drygt 100% av BNP, vilket sammantaget är rekordhögt.

En kreditindikator med lång historik är Feds undersökning av amerikanska bankers kreditgivning ("Senior Loan Officer Survey"). En av de viktigare siffrorna gäller om kreditvillkoren lättats eller stramats åt under det senaste kvartalet. I figuren nedan visas nettotalet för utlåningen till stora och

medelstora företag (röd linje), dvs. skillnaden mellan de banker som stramat åt och de som lättat upp kreditvillkoren. Under 2017 och 2018 lättade fler banker på kreditgivningen än som stramade åt. Den senaste rapporten från i år visar dock att amerikanska banker har slutat lätta på kreditgivningen, då nettotalet låg kring 0, och det blir intressant att följa om det kommer att följas av en åtstramning i banksystemet framöver i takt med en svagare konjunktur.

## Kreditgivning, USA och Euroområdet



Även ECB gör en liknande undersökning och den visar också en viss uppgång under första kvartalet, men inte till oroväckande nivåer, än så länge (se figur ovan). Bankerna i euroområdet får också frågan om vilka faktorer som ligger bakom eventuellt ändrade utlåningsvillkor. Den faktor som mest har gjort att bankerna stramat åt kreditvillkoren de senaste åren, även om andra faktorer verkat i motsatt riktning, är försämrade utsikter för den ekonomiska aktiviteten generellt i euroområdet och till viss del för banksektorn som sådan.

### Konjunkturavmattning kommer att driva upp kreditpredarna

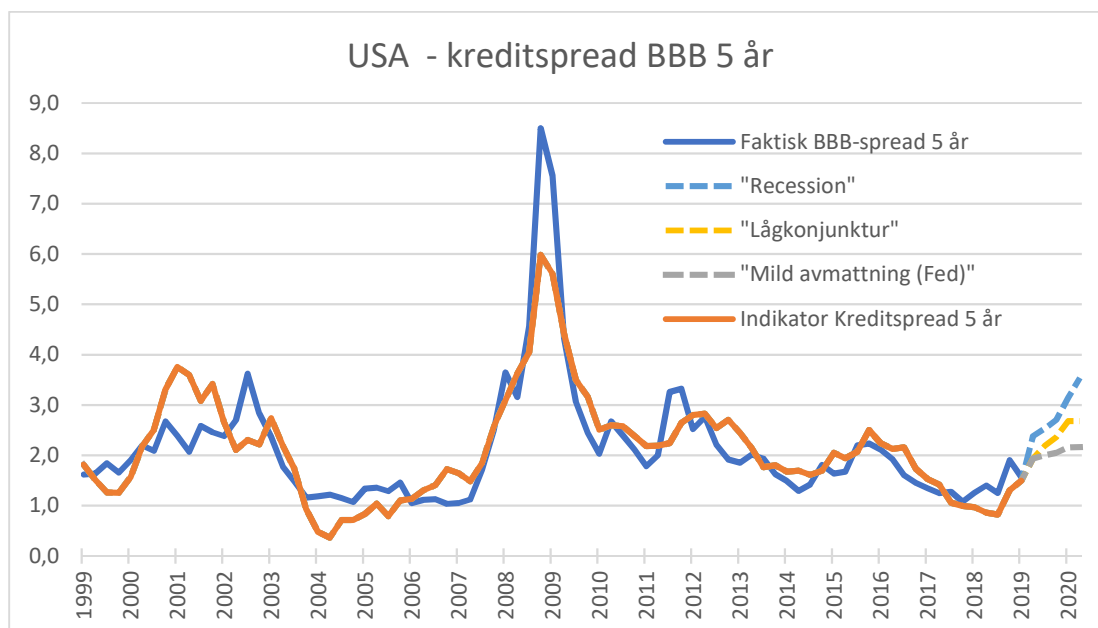
Vi har använt kreditstatistiken och konjunkturbarometerdata för att försöka värdera den generella kreditrisken för företagsobligationer i USA och Europa. Skillnaden mellan räntan på en företagsobligation och en statsobligation kan i normalfallet ses som ett mått på marknadens bedömning av risken för att ett företag ska gå i konkurs. Det är därför inte orimligt att konjunkturläget spelar en roll för marknadens bedömning av konkursrisken. Därtill bör bankernas bedömning av risken att låna ut pengar också vara en god indikator på kreditrisken och på konjunkturläget. Slutligen bör andelen som ligger efter med sina lån också vara en kredit- och konjunkturindikator, om än med viss eftersläpning.

## Recon Patrol

Macro and Financial Research for Professional Investors

Om vi kombinerar dessa variabler så att ränteskillnaden mellan amerikanska 5-åriga företagsobligationer (med rating BBB) och motsvarande statsobligationer, är en funktion av konjunkturläget, kreditgivningen och antalet hushåll med problemkrediter, får vi en indikator på var den faktiska ränteskillnaden bör ligga. I figuren nedan visas vår indikator (orange linje) och den faktiska ränteskillnaden (blå linje).

Vi kan se att linjerna följer varandra väl och att det är få perioder då den faktiska kreditspreaden påtagligt avviker från vår indikator under någon längre tid. Ett exempel är under finanskrisen då den faktiska utvecklingen blev avsevärt värre än vad modellen kunde fånga in, vilket inte är konstigt med tanke på den exceptionella händelsen. Under 2018 började den faktiska kreditspreaden stiga, men indikatorn kom inte ikapp förrän i början av 2019, främst som en följd av den något mindre lätta kreditgivningen hos amerikanska banker. Den aktuella kreditspreaden (drygt 150 räntepunkter) är i stort sett i linje med vad modellen förutsäger.



Utifrån dagens situation krävs det ingen större fantasi för att konstatera att en avmattning i konjunktoren, stramare kreditgivning och fler hushåll med betalningsproblem, rimligen kommer att leda till högre kreditspredar. Vi har räknat på tre konjunkturscenarier, inklusive vilka effekter det har på kreditgivning och problemkrediter enligt historiska mönster, och vad det implicerar för utvecklingen av kreditspredarna. De scenarierna visas också i figuren ovan.

Det första är en mild avmattning med en BNP-tillväxt kring 2,5%, vilket är i linje med vad Fed räknar med. Det ger en ökning av kreditspreaden (5-års obligation med rating BBB) till 220 punkter, en ökning med drygt 60 punkter från dagens nivå. Det andra scenariot är en lågkonjunktur med avmattning till ca 1,5 % BNP-tillväxt, vilket med följd effekter för bankernas kreditvillkor och hushållens betalningsförmåga, skulle innebära att kreditspreaden stiger till omkring 270 räntepunkter. Det tredje scenariot är ett recessionsliknande fall av konjunktoren till 0%-tillväxt. I det fallet skulle spreaden kunna stiga till ca 350 räntepunkter, vilket är högre än under exempelvis eurokrisen 2011. (Vi har gjort liknande scenarier för europeiska kreditspredar, som kan fås efter önskemål till [contact@reconpatrol.com](mailto:contact@reconpatrol.com).)

## **Recon Patrol**

Macro and Financial Research for Professional Investors

### **Disclaimer**

The information contained in this website is intended solely to provide general guidance on matters of interest for the personal use of the reader, who accepts full responsibility for its use. The application and impact of laws can vary widely based on the specific facts involved. Given the changing nature of laws, rules and regulations, and the inherent hazards of electronic communication, there may be delays, omissions or inaccuracies in information contained in this publication. The information is produced by the website and the opinions expressed are as of the date of writing and are subject to change. It does not constitute an offer or an invitation by or on behalf of Recon Patrol to any person to buy or sell any security or investment product. Any reference to past performance is not necessarily a guide to the future. The information and analysis contained in this publication have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable but Recon Patrol does not make any representation as to their accuracy or completeness and does not accept liability for any loss arising from the use hereof. All information in this website is provided "as is", with no guarantee of completeness, accuracy, timeliness or of the results obtained from the use of this information, and without warranty of any kind, express or implied, including, but not limited to warranties of performance, merchantability and fitness for a particular purpose. Nothing herein shall to any extent substitute for the independent investigations and the sound technical and business judgment of the reader. In no event will the author be liable to you or anyone else for any decision made or action taken in reliance on the information in this publication or for any consequential, special or similar damages, even if advised of the possibility of such damages. This document may not be reproduced either in whole, or in part, without the written permission of the author.