Van AAA naar BBB

Beschrijving

Terwijl Trump zijn nieuwe belastingwet, de â??One Big Beautiful Bill Actâ?•â?? afgekort BBB â?? door het Amerikaanse Congres loodst, heeft kredietbeoordelaar Moodyâ??s als laatste van de drie grote ratingbureaus de Verenigde Staten van de AAA-status beroofd. Minister van FinanciÃ«n Scott Bessent merkte terecht op dat Moodyâ??s in dit geval een â??lagging indicatorâ?• is Standard & Poorâ??s had de VS al in 2011 gedowngraded en Fitch volgde in 2023. Het besluit van Moodyâ??s bevat ook geen nieuwe informatie, maar zorgt op het juiste moment wel voor meer aandacht voor het Amerikaanse begrotingsbeleid, precies op het moment dat het Huis van Afgevaardigden Trumpâ??s BBB heeft aangenomen.

De Credit Default Swap (CDS) op Amerikaans staatspapier is gestegen, wat in ieder geval suggereert dat de markt een toenemende kans op een Amerikaanse staatsschuld default prijst. Het risico op een echte Amerikaanse default (net als elk land met een eigen munt, en nee dat is niet het geval met de eurozone) is vrijwel nul. De Verenigde Staten lenen uitsluitend in eigen valuta en uiteindelijk fungeert de Federal Reserve als geldschieter. Bovendien staat in het veertiende Amendement, sectie 4 van de Amerikaanse grondwet dat â??The validity of the public debt of the United States, authorized by law, including debts incurred for payment of pensions and bounties for services in suppressing insurrection or rebellion, shall not be questioned.â?• Kortom, de Amerikaanse staat kan nooit failliet.

De cijfers achter de â??Big Beautiful Billâ??

De huidige versie van Trumps belastingwet zou volgens het Congressional Budget Office 3,8 biljoen dollar kosten over tien jaar, zonder dekking. Het Committee for a Responsible Federal Budget en Yale Budget Lab schatten de kosten op ongeveer 3,4 biljoen dollar. In ieder geval meer dan de oorspronkelijke schattingen van 2-2,5 biljoen dollar. Wat maakt het duurder? Ten eerste de onzekerheid over tariefbeleid â?? Republikeinen in het Huis lijken nu meer bereid hogere ongedekte uitgaven te accepteren om economische schade van tarieven te compenseren. Ten tweede zijn zowel Trump als veel congresleden terughoudend met het snijden in populaire programmaâ??s zoals

Medicaid. Ook Bidenâ??s subsidies die Republikeinse districten ten goede komen worden niet teruggedraaid. Het wetsontwerp haalt belastingverlagingen en uitgavenverhogingen naar voren, terwijl de inkomsten en bezuinigingen vooral na 2027 komen â?? wat betekent dat BBB relatief meer aan het tekort toevoegt in de komende 2-3 jaar.

VS blijft veilige haven

Buitenlandse investeerders stappen waarschijnlijk niet massaal uit Amerikaanse staatsobligaties. Er is simpelweg geen andere obligatiemarkt die diep en liquide genoeg is om te concurreren met Treasuries. Amerikaanse Treasuries vormen 46 procent van de ICE BofA overheidsobligatie-index, terwijl landen met een AAA-rating (waaronder Nederland) slechts 10% vertegenwoordigen. De grootste AAA-obligatiemarkt is Duitsland met slechts 3 biljoen dollar aan uitstaande overheidsschuld, vergeleken met 30 biljoen dollar Amerikaanse overheidsschuld. Bovendien heeft de wereld heeft een overschot aan spaargeld. China, de eurozone, Japan en de Golfstaten hebben samen een overschot op hun lopende rekeningen van 1,4 biljoen dollar op jaarbasis. Die overtollige besparingen moeten per definitie hun weg vinden naar economieÃ«n met besparingstekorten. De VS biedt de diepste en meest liquide markten die zoâ??n groot overschot aan overtollige besparingen kunnen absorberen.

Het risico van een zwakkere dollar

De kans dat de Amerikaanse overheid haar schuld in dollars niet kan aflossen is dan wel vrijwel nul, de grote vraag is natuurlijk wat die afgeloste dollars dan waard zijn. Dat geldt op wat langere termijn in de vorm van een hogere inflatie, maar ook op korte termijn wordt gevreesd voor een zwakkere dollar. Meer dan 10 jaar hebben buitenlanders (met name Aziaten) geprofiteerd van de relatief hoge rente op Amerikaanse staatsobligaties in combinatie met een steeds verder appreciÃ«rende dollar via deze dollar-carry trade. De historisch hoge waardering maakt de dollar nu kwetsbaar maat voor een neerwaartse correctie. Dat wordt versterkt door het feit dat steeds meer partijen er toe overgaan om de dollar af te dekken. De tegenpartij zal zich willen indekken door dollars short te gaan. Die beweging kan zorgen voor een neerwaartse spiraal.

Maar de Verenigde Staten fungeren niet voor niets als veilige haven. Zo zijn de netto overheidsschuldniveaus in de VS zijn niet slechter dan de G7-economieÃ«n gezamenlijk. Ook heeft de VS een hogere langetermijngroei die helpt de stijging van de schuld-BBP-ratio te vertragen, een groeipad dat juist in VS dankzij kunstmatige intelligentie een impuls zal krijgen. Verder heeft de VS een veel lagere belastingdruk, waardoor de Amerikaanse regering meer ruimte heeft om inkomsten te verhogen voordat het toevlucht moet nemen tot de geldpers.

Ook valt het met de uitgaven nog wel mee. Het concentreert zich vooral op sociale uitkeringsprogrammaâ??s. De federale belastinginkomsten bedragen 5 biljoen dollar en de uitgaven 7 biljoen dollar, resulterend in een begrotingstekort van 2 biljoen dollar. De overheid geeft elk 1 biljoen dollar uit aan rentebetalingen, defensie en niet-defensie discretionaire uitgaven, maar 4 biljoen dollar

aan sociale uitkeringsprogrammaâ??s.

Complicerend procyclisch beleid compliceert Fed-beleid

Een kernprobleem van het Amerikaanse begrotingsbeleid is dat het procyclisch is geworden. Vanwege automatische stabilisatoren werkt begrotingsbeleid normaal gesproken contra-cyclisch â?? het tekort loopt op tijdens een recessie en buffert de economie. In een hausse helpen hogere belastinginkomsten en lagere uitgaven inflatiedruk te beteugelen. Maar onder Trump 1 kwamen er na jarenlang onconventioneel monetair beleid, drie nieuwe vormen van onconventioneel beleid. In de eerste plaats was dat het verlagen van belastingen op de top van de cyclus. Daarnaast was er sprake van vergaande deregulering om de economie een impuls te geven. Tot slot was er sprake van onconventioneel handelsbeleid met als doel om voor Amerikaanse bedrijven een gelijk speelveld te realiseren. De â??One Big Beautiful Bill Actâ?• is niet veel meer dan een herhaling van de belastingverlagingen onder Trump 1. Als de Amerikaanse overheid fiscaal de groei stimuleert, blijft er minder ruimte voor de Fed over om de rente te verlagen.

De markt prijst nog steeds ongeveer 100 basispunten aan renteverlagingen tegen eind volgend jaar. Het zal moeilijk zijn voor Amerikaanse obligatierendementen om significant te dalen als deze verwachtingen worden teruggeschroefd. Daardoor zal de 10-jaars rente in de Verenigde Staten blijven bewegen in een brede bandbreedte van 4-5 procent

Het hoofdrisico is als de belastingwet wordt vertraagd/vastloopt samen met deregulerende inspanningen, terwijl handelsconflicten aanhouden â?? markten zouden dan het patroon van 2018 kunnen volgen in plaats van de rally van 2017.

Van AAA naar BBB

Ondanks alle zorgen over schuld en tekorten is er simpelweg geen alternatief is voor Amerikaanse staatsobligaties in de wereldwijde financiÃ«le architectuur. De vraag is niet of Amerika kan betalen â?? dat kan het altijd door geld te drukken â?? maar tegen welke prijs voor de dollar en de mondiale monetaire stabiliteit.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer

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

Voor tussentijdse updates, volg AurÃ©us op Linkedin