

Markedskommentar

JT, 26. april 2011

Strukturændringer

Sammenhængen mellem inflation og beskæftigelse

Økonomen Williams Phillip er kendt for at have fundet en omvendt sammenhæng ("Phillip-kurven") mellem inflation og arbejdsløshed i Storbritannien i perioden fra 1861 til 1957.

Som det så ofte er tilfældet med sammenhænge, overlevede den ikke sin opdagelse, og i 70'erne oplevede verden lav vækst, stigende arbejdsløshed og høj inflation.

Økonomer formulerede idéen om "rational expectations" – at folk ikke vil samarbejde ved at lade sig snøre, men forstår virkningen af den økonomiske politik – og der kom fornyet fokus på at sikre en moderat inflation.

Kina som leverandør af inflation

Nu er inflationen igen begyndt at stige, men denne gang er årsagen ikke flaskehalse i Europa og USA, men i Kina og andre emerging markets.

Efter 13 år med negative realrenter og en lav valutakurs befinder Kina sig på en knivsæg. Lønstigninger kan være nødvendige for at undgå social uro, men hæves renten eller strammes kreditgivningen for meget, risikeres et sammenbrud.

Problemerne vil ændre den politiske prioritering siden 1998. En stigning i renminbien vil indgå i forsøget på at tilrettelægge en blød landing, og forholdene kan meget vel sætte et punktum for den periode, hvor emerging markets har bidraget til en lav inflation i Europa og USA, og hvor det fattige land, Kina, har været en stor långiver til verdens rigeste land, USA.

Reaktionen i Europa og USA

Udviklingen vil ikke påvirke Europa på samme måde, som den vil påvirke USA, da forskellen mellem faktisk og potentielt BNP lægger et mere effektivt låg på inflationen i USA, og da der i øvrigt af strukturelle og af historiske grunde er forskel på den politiske prioritering af beskæftigelse og inflation.

Uden mulighed for at lempe finanspolitikken nogen af stederne kan det derfor i Europa blive svært at undgå en lang periode med lav vækst, når inflationen skal holdes i skak, mens USA vil have bedre mulighed for at sikre beskæftigelsen ved at holde renten nede og ved at lade dollaren falde.

Betydningen for finansielle aktiver

I øjeblikket befinder verden sig ikke desto mindre i et rimeligt opsving, men strukturelle forhold har ændret det økonomiske landskab.

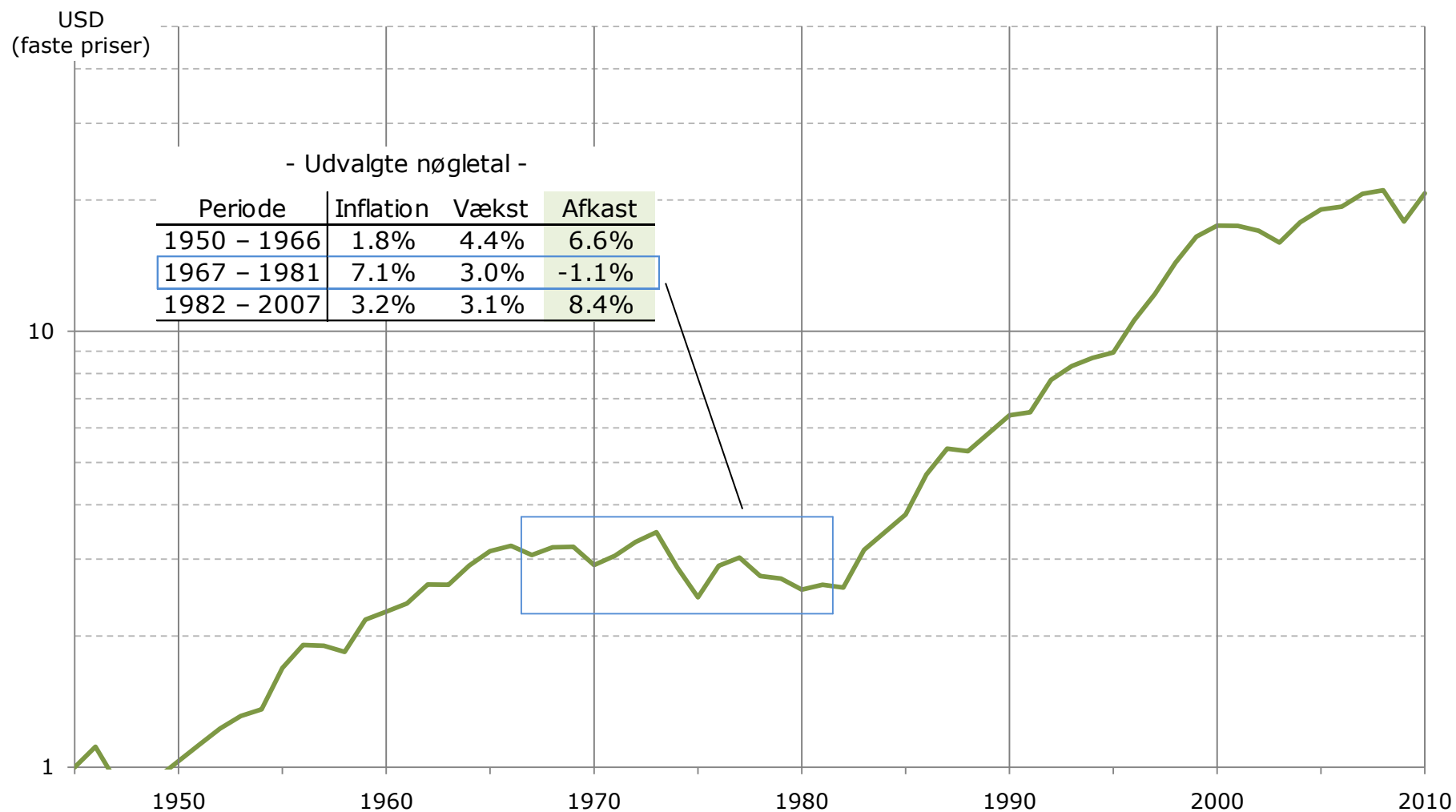
Specielt i USA er der akut behov for at nedbringe gældssætningen i den offentlige sektor, og i relation til vækst og inflation kan den periode, vi er gået ind i, komme til at minde om 70'erne.

Der er fortsat et vist potentiale tilbage på aktiemarkedet, men efter 30 år med historisk høje afkast på finansielle aktiver skal investorer derfor til at vænne sig til lavere reelle afkast, jf. grafen nedenfor.

Som billedet tegner sig, mener vi fortsat, at de bedste investeringer vil være at finde inden for visse dele af kreditmarkedet – det er for tidligt at købe lange fast forrentede obligationer, og de fleste emerging markets bør undgås.

Værdien af 1 dollar investeret i 1945 – faste priser

Portefølje af 50% obligationer og 50% aktier



Kilde: S.H. Williamson, "S&P Index, Yield and Accumulated Index, 1871 to Present," og L.H. Officer, "What Was the Interest Rate Then?", MeasuringWorth.