

Kommer der inflation efter krisen?

- Weimar tilstande vildt overdrevne

- Regeringerne og centralbankerne kæmper side om side for at stoppe den økonomiske krise – spørgsmålet er, om de kortsigtede initiativer **skaber inflation på lang sigt?**
- Centralbankerne er tyet til alternative våben. **De printer penge og opkøber obligationer og andre aktiver.**
- Målet er at **nedbringe renterne, skabe aktivitet og undgå deflation.**
- Hos Moller Co forventer vi at FED, ECB og BOE **fortsætter deres kvantitative lempelser** den kommende tid.
- Finanspolitiske **hjælpepakker på op til 3 % af BNP** er derudover igangsat i EU, UK og USA.
- Makroøkonomisk teori fra *Fisher* til *Friedman* siger: ”**høj pengevækst → høj inflation**”.
- **Krisen er historisk dyb** og det vil tage år at **genetablere aktiviteten.**
- **Vi mener det inflationære pres udebliver** og centralbankerne har rigelig tid til at mindske pengemængden.
- **Derfor forventer vi ikke hyper- eller høj inflation.**
- Der allerede tegn på forbedringer, **VIX-indekset og BBB spreadet er faldet** de seneste måneder, **men der er lang vej endnu.**
- Moller Co mener fokus fremadrettet skal lægges på **forbrugertilliden i USA, da denne er et nøgleparameter** i om krisen er vendt.

Centralbankerne er gået nye veje...

Siden den finansielle krises begyndelse, har regeringerne og centralbankerne i EU, Storbritannien og USA kæmpet side om side for at stabilisere økonomien. Således viser Figur 1 størrelsen på de finanspolitiske hjælpe/vækstpakker og det er tydeligt at USA finanspolitisk er gået forrest i kampen mod krisen.

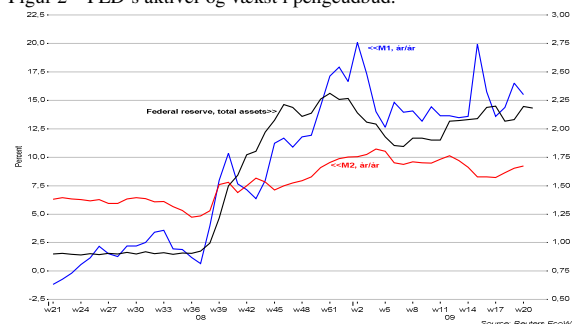
Figur 1 – Finanspolitiske hjælpepakker.

	Finanspolitiske hjælpepakker		
	Størrelse	Pct af BNP	Indhold
USA	890 mia USD	1,9 %-2,9%	Infrastruktur, grøn energi, uddannelse
UK	20 mia GBP	1,40%	Grøn energi, infrastruktur, uddannelse
EU(3)	108 Mia EUR		
-Tyskland	70 mia EUR	1,50%	Transport, IT, Skattelettelser
-Frankrig	26 mia EUR	0,70%	Anlægsprojekter, boligbyggeri, transport
-Spanien	12,3 mia EUR	1,1%-3,1%	Infrastruktur, innovation, energi

Kilde: Danmarks Eksportråd

Centralbankerne har sænket renterne til nulpunktet i kampen mod krisen. Da rentevåbnet kan ikke længere anvendes, er Storbritannien, USA og senest ECB tyet til alternative og hidtidige uprøvede metoder i form af kvantitative lempelser.

Figur 2 – FED's aktiver og vækst i pengeudbud.



Kvantitative lempelser indebærer at centralbankerne ”trykker” penge og anvender dem til at opkøbe diverse aktiver, heriblandt statsobligationer. Figur 2 viser effekten på FED’s balance der ligesom pengemængden(M2 og M1)¹ har været stærkt stigende.

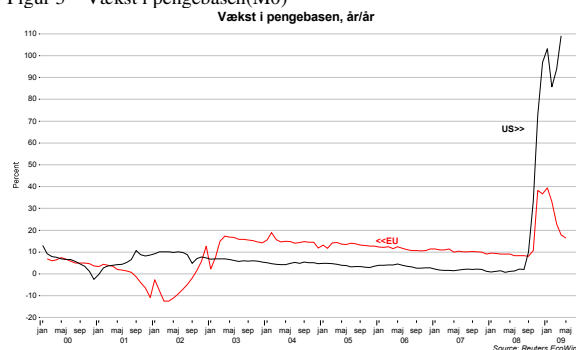
¹ Pengemængden kan udtrykkes vha. M0, M1, M2 og M3, hvor M0 er det snævraste begreb og M3 det bredeste. Se Danmarks Nationalbank for yderligere beskrivelse.



... men de nye veje har konsekvenser...

Flere politikere og økonomer har udtrykt deres bekymring for, at vi i kølvandet på krisen vil opleve høj inflation. Tysklands finansminister Peter Steinbrück har udtalt, at han frygter at den store mængde likviditet fra centralbankerne, vil skabe grobund for en inflationær krise.

Figur 3 – Vækst i pengebasen(M0)



I USA deles bekymringerne af blandt andre makroøkonomen John B. Taylor, der til en høring i senatet udtalte, at såfremt FED's balance ikke indskrænkes, vil det medføre høj inflation.

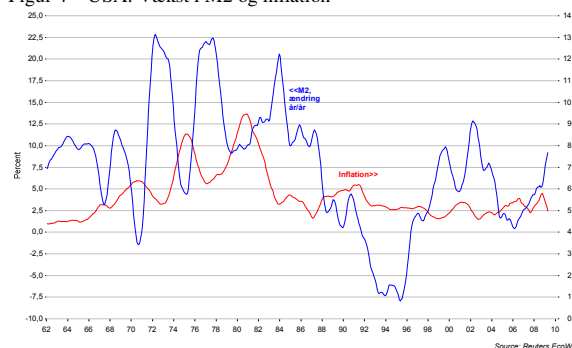
Monetaristisk makroteori peger ligeledes på at en stigende pengemængde på langsiget medfører stigende inflation. Fishers kvantitets ligning beskriver det simpelt; øges M(pengeudbuddet) og holdes omløbshastighed(V) samt BNP(T) konstant, vil priserne/inflationen på langsiget stige.

$$P = \frac{MV + M'V'}{T}$$

- M = Pengemængde f.eks. M0
- V = Omløbshastigheden af pengemængden
- M' = Anfordringsindsud i banker
- V' = Omløbshastigheden for indskuddene
- T = BNP
- P = Priser/inflation

Frem til 1980'erne var denne effekt tydelig og høj pengevækst var lig høj inflation, hvilket figur 4 ganske tydeligt viser.

Figur 4 – USA: Vækst i M2 og inflation



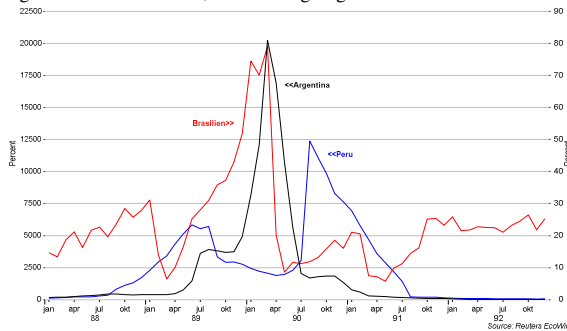
Ser man på perioden efter 1980'erne er sammenhængen dog mindre tydelig og sammenhængen kan betvivles. Dog har blandt andre Bank of England i "The lag effects of monetary policy actions on inflation: Friedman revisited" påvist, at der stadig er en sammenhæng mellem væksten i pengemængden og inflationen. Det er derfor værd at kigge udover den nuværende krise, og se hvad der kan være i vente forude. Vi starter med det værste scenarie – hyperinflation.

... kan det blive hyperinflation...

Hyperinflation er af Phillip Cagan(1956) defineret som en episode, hvor inflationen i hinanden to efterfølgende måneder overstiger 50 %². I Sydamerika har man i starten af 90'erne, flere gange oplevet dette bl.a. i Brasilien(89-90), Argentina(89-90) og Peru(1990). Europa var præget af hyperinflation i 1920'erne hvor bl.a. Tyskland under Weimar republikken oplevede en fordobling af priserne hver anden dag, eller hvad der svarer til en månedlig inflation på 3,25 millioner procent.

² Phillip Cagan, 1956, The monetary dynamics of hyperinflation

Figur 5 – Inflation i Peru, Brasilien og Argentina



De hyperinflationære kriser er generelt kendetegnet ved; eksplosiv vækst i pengemængden, finansiering af statsunderskud ved at ”trykke” penge og en mistet tiltro blandt offentligheden til centralbanken samt pengenes fremtidige værdi.

... hvordan har lempelserne så været udført...

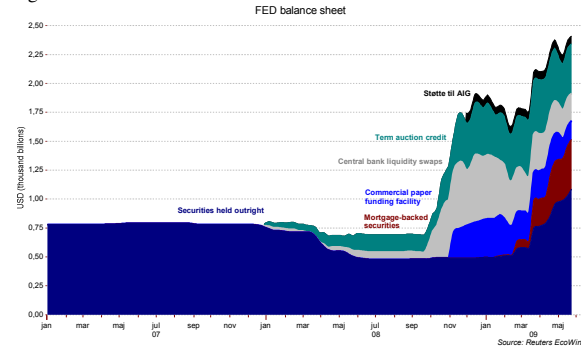
USA

I oktober 2008 vedtog kongressen *Emergency Economic Stabilization Act*, der omfatter en række finans- og pengepolitiske tiltag bl.a. *troubled asset relief programme*(TARP), som skal sørge for en stabilisering af det finansielle system og undgå et systematisk kollaps. Der er bevilliget 700 milliarder til opkøb af illikvide aktiver bl.a. CDO’er, og ejendomsderivater.

I alt forventes det at de finansielle- og pengepolitiske hjælpepakker vil udgøre ca. 5 % af BNP mellem 2009-2011(IMF).

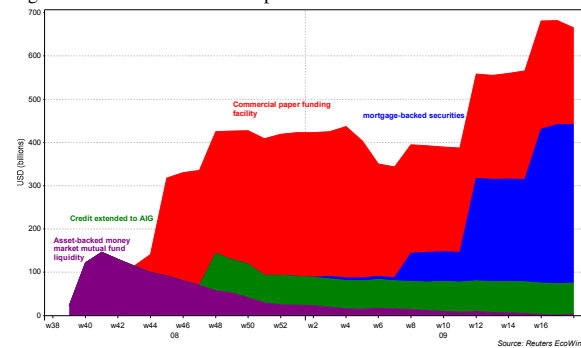
FED har været særdeles aktive i at sikre likviditet til bankerne. Som det ses af figur 6 er FED’s balance steget fra ca. 800 milliarder dollars til over 2000 mia. dollars i løbet af krisen. Inden udgangen af 2009 forventes balancen have nået 4000 mia. som følge af FED’s fortsatte opkøb af stats og boligobligationer.

Figur 6 – FED’s balance



FED’s balance bestod før krisen primært af statsobligationer. Nu udgøres balancerne i højere grad af ”alternative” aktiver som f.eks. ”Maiden Lane aktiver”. Det er aktiver som JP Morgan Chase ikke ønskede at overtage i forbindelse med købet af Bear Stearns. Endvidere indeholder Maiden Lane aktiverne CDO, CDS, MBS’er som FED overtog i forbindelse med AIG’s krak.

Figur 7 – ”Alternative” aktiver på FED’s balance



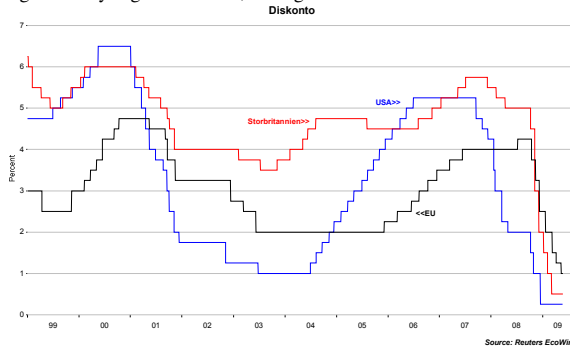
Senest er det køb af mortgage backed securities fra Fannie Mae og Freddie Mac, samt køb af Commercial Papers, der har fået balancen til at vokse.

Storbritannien

BOE har også været aktive i kampen mod recession. Styringsrenten er jf. figur 8 reduceret til 0,5 %, og ligesom i USA og EU er der behov for kvantitative lempelser for at nedbringe de lange renter og sætte gang i økonomien.

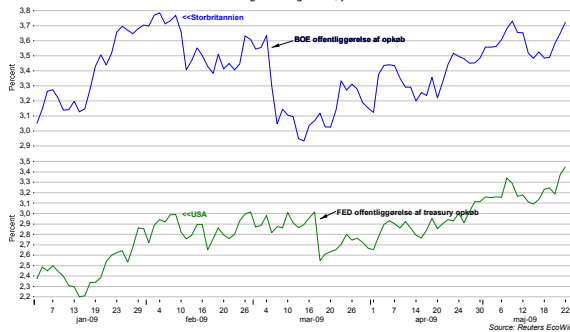


Figur 8 – Styringsrenten i US, UK og EU



Bank of England har oprettet et *asset purchase facility* der med 150 milliarder pund (10 % af BNP), har til formål at opkøbe statsobligationer med lang løbetid (5-25 år) samt virksomhedsobligationer.

Figur 9 – 10 årig statsobligationer US og UK

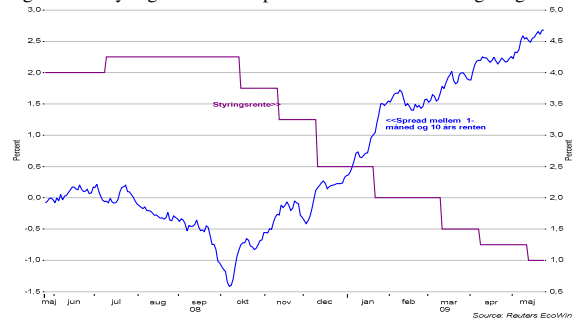


Figur 9 viser at BOE's og FED's indgreb havde en øjeblikkelig effekt, men efterfølgende er renterne steget og effekten er udeblevet. Der vil således være behov for yderligere opkøb og deraf en endnu større udvidelse af balancen.

EU

ECB har indtil videre været de mest konservative. Renten blev først i maj sænket til 1 % og det er tilmed sket under stor uenighed internt i ECB. Rentevåbnet, er ligesom i US og UK, dødt og derfor vedtog ECB den 7. Maj at de ønsker at opkøbe for 80 mia. EUR (0,5 % af BNP) særligt dækkede obligationer. Figur 10 viser at spreadet mellem de korte og lange rente er vokset i løbet af krisen, hvilket ECB ønsker at nedbringe ved hjælp af opkøbene.

Figur 10 – Styringsrente samt spread mellem kort rente og lang rente.



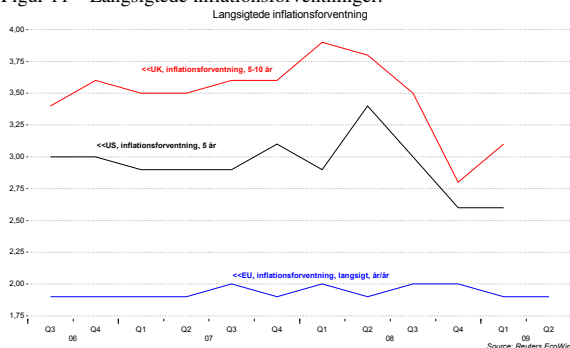
ECB har udover rentesænkningerne øget pengeudbuddet vha. øget løbetid på kreditfaciliteter samt en ændring af reglerne for hvilke aktiver der kan pantsættes i ECB.

... er kendetegnende for høj inflation til stede...?

1. *Ekspløsiv vækst i pengemængden* – ja, se blot på opkøb og centralbankbalancerne.
2. *Finansiering af statens underskud via seddelpressen* – Centralbankerne finansierer opkøbene af stats, bolig og virksomhedsobligationer ved at udvide reserverne eller med andre ord printe penge. Selvom balanceunderskuddene ikke direkte finansieres, kører seddelpressen allerede.
3. *Mistet tiltro til nationalbankerne og til pengenes værdi* – Det vigtigste parameter. Der er stadig stor tiltro til at centralbankerne i USA, UK og EU kan fastholde prisstabilitet. Både de kortsigtede inflationsforventninger, men også de langsigtede forventninger er i bund.



Figur 11 – Langsigtede inflationsforventninger.

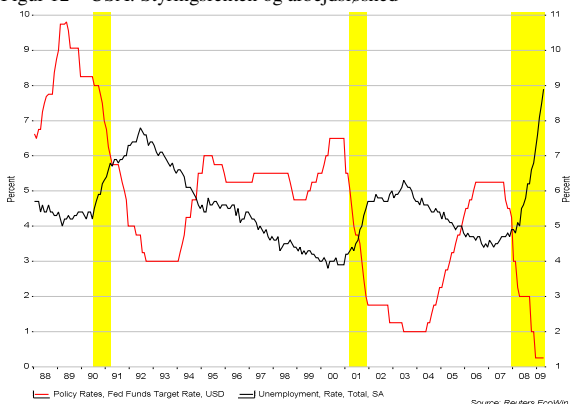


Således viser figur 11 de langsigtede inflationsforventninger og der er ikke forventning til stigende inflation.

... der er altid et *men*...

Ser man isoleret set på de pengepolitiske initiativer vil man komme til konklusionen at vi står foran høj inflation. En væsentlig årsag til inflation, har historisk set været høj aktivitet, lav arbejdsløshed og deraf pres på lønningerne. Det er derfor nødvendigt at se på hvilken indvirkning krisen har haft på denne sammenhæng.

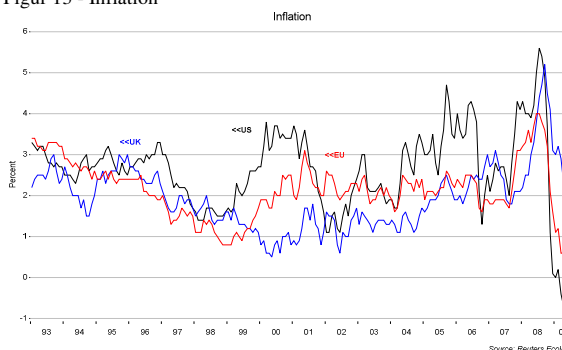
Figur 12 – USA: Styringsrenten og arbejdsløshed



Figur 12 viser, hvilken indvirkning recession har haft på arbejdsløsheden. I perioden efter recession fortsætter arbejdsløsheden typisk med at stige og toppe først efter krisens slutning. En krise forårsager således et slack i efterspørgslen, hvor der ikke er pres på lønninger og således stiger priser/inflation ikke.

Vender vi blikket mod den nuværende krise, ses det at denne er dybere og større end tidligere kriser. Arbejdsløsheden er i USA ikke set højere de sidste 20 år, og vil med stor sandsynlighed forblive høj de kommende år. Det inflationspres som de pengepolitiske tiltag forårsager, vil derfor blive ”modarbejdet” af den høje arbejdsløshed og deraf lave efterspørgsel og lønpres.

Figur 13 - Inflation



Efterspørgslen er historisk lav hvilket har medført faldende priser i både USA, EU og UK. Den umiddelbare fare er derfor ikke inflation, men derimod deflation.

... frygten for hyperinflation er overdrevet...

Den økonomiske og finansielle krise er så dyb at en hurtig genrejsning af økonomien er utænkelig. Figur 12 viste tydeligt at selv efter krisens ende tager det år, at reetablere niveauet fra før krisen. De kommende år vil således være præget af lav efterspørgsel og høj arbejdsløshed.

Vi har dog set centralbankerne udvide balancerne og gå nye veje i forsøget på at skabe økonomisk vækst. Centralbankerne befinder sig i ukendt land, hvilket ikke er uden risiko. Da vi befinder os i århundredets krise, mener vi at omkostningen ved ikke at handle, er større end omkostningen ved at centralbankerne bruger alternative metoder til at rette økonomierne op.

Historien fra Peru og Argentina viser at hyperinflation er overstået på kort tid. Krisens dybde vil bevirke at det inflationære pres ikke

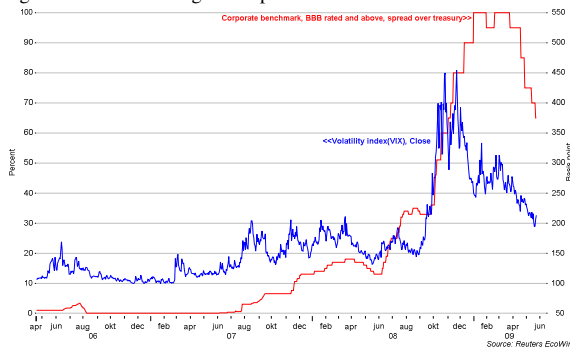
opstår, før centralbankerne har reverseret pengepolitikken. Derudover er tilliden til centralbankerne stadig stor, og blandt befolkningen er der en forventning om, at centralbankerne vil styre os ud af krisen. Netop dette, er en essentiel forskel fra tidligere hyperinflationære kriser.

Det konkluderes således at frygten for hyperinflation er overdrevet. Nok har pengevæksten været stor og nok kæmper USA, UK med balanceunderskud, men krisen vil de næste år sætte sine spor. Økonomierne vil have et stort efterslæb der skal indhentes og før efterslæbet er indhentet, vil der ikke være grobund for inflation.

... men er der tegn på en vending...?

Selvom den finansielle krise er dyb og vil præge verdens økonomier de kommende år, er der tegn på bedring. VIX indekset, det såkaldte "fear index", der viser volatiliteten på S&P 500, er faldet fra ca. 80 % til omkring 30 %. I 2001 toppede indekset på ca. 40 %, så vi stadig et stykke fra normalen.

Figur 14 – VIX index og BBB spread.

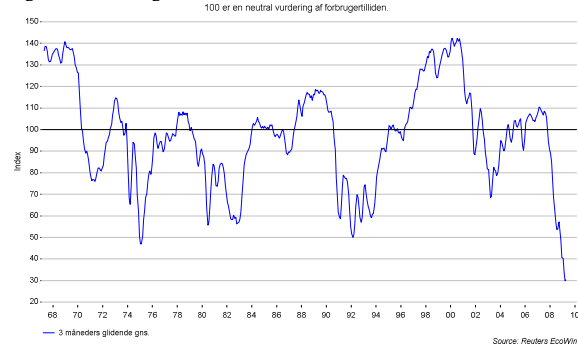


De finansielle markeder, og aktiemarkedet specielt, er forud. Det ser man på grafen for VIX-indekset, der nu er tæt på et niveau omkring 30 %. Aktiemarkedene er kørt, og det vil vise sig om det er en korrektion eller noget varigt.

Mere vigtigt er det at prisen for de lån, der er vist for BBB-virksomheder, stadig er på et meget højt niveau. Bankerne tager sig voldsomt betalt for at låne penge ud, og prisen for kreditter skal normaliseres før vi tror på, at

virksomhederne starter nye investeringer finansieret med bankgæld.

Figur 15 – Forbrugertillid



Krisen vender når forbrugertilliden i USA vender, og som man kan se på grafen for forbrugertillid i USA er den på det laveste siden det blev publiceret. Når forbrugeren mentalt er vendt tilbage til pengeautomaterne så vender krisen. Det bliver det vigtigste parameter at holde høje med. Arbejdsløsheden et andet.