



# Marknadsbrev

## Begränsad löneinflation och attraktiva räntor i periferin

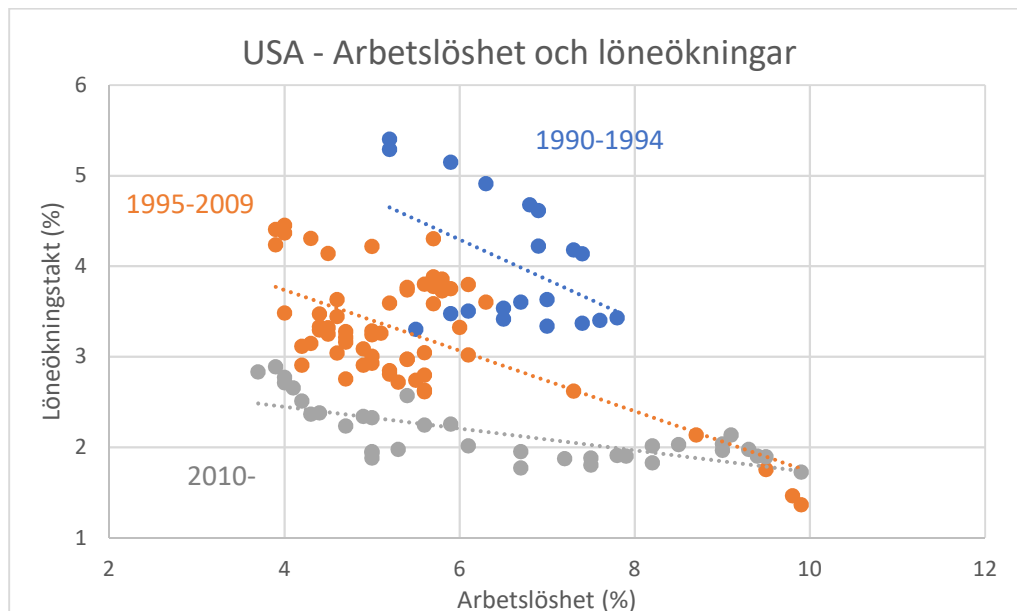
18 februari 2019

Löneutvecklingen har en svag koppling till den inhemska arbetsmarknaden, sannolikt som en följd av globaliseringen och ett allt större globalt arbetskraftsutbud. Det visar vår analys av utvecklingen av löner, arbetslöshet och globalisering under de senaste 25 åren. Investerare och centralbanker bör därför oroa sig mindre för att stigande löner ska leda till en högre inflation och för skenande obligationsräntor. Sedan det italienska valet har spanska och portugisiska obligationsräntor fluktuerat i takt med de italienska räntorna. De ekonomiska utsikterna för både Spanien och Portugal ser dock avsevärt bättre ut och placeringar i dessa länder är attraktiva kring dagens nivåer, även i valutasäkrade termer.

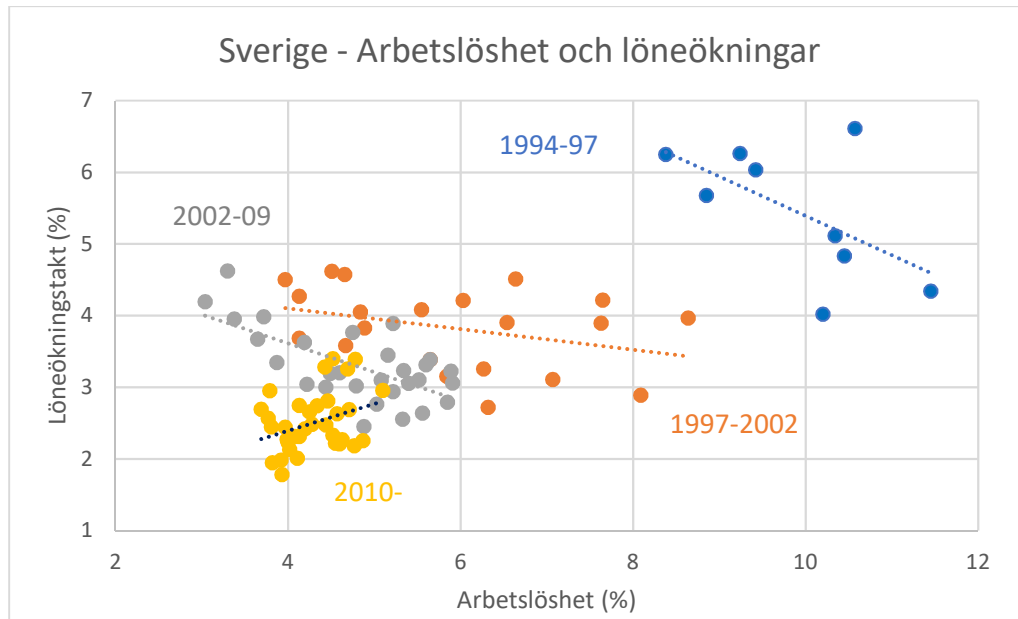
## Lönerna har allt svagare koppling till den inhemska arbetsmarknaden

Till er som har förhoppningar på eller är oroliga för att lönerna ska börja stiga och därmed leda till en stigande inflation på grund av att arbetsmarknaden är överhettad. De gamla sambanden gäller inte längre. Löneutvecklingen har en allt svagare, om ens någon, koppling till den inhemska arbetsmarknaden.

I USA, exempelvis, har utväxlingen mellan arbetslöshet och löner skiftat under de senaste knappa 30 åren. Se figuren nedan, där kvartalsvisa observationer av arbetslöshet och löneökningstakt har delats upp i tre olika perioder. Kurvan som förenar observationerna har skiftat ner mellan de olika perioderna, dvs. en given arbetslöshet har förenats med en allt lägre löneökningstakt, men den har dessutom blivit flackare. Sedan 2010, efter den stora finanskrisen, har exempelvis lönerna ökat med runt 2–3% på årsbasis, oavsett om arbetslösheten varit högre än 8% eller lägre än 4%.

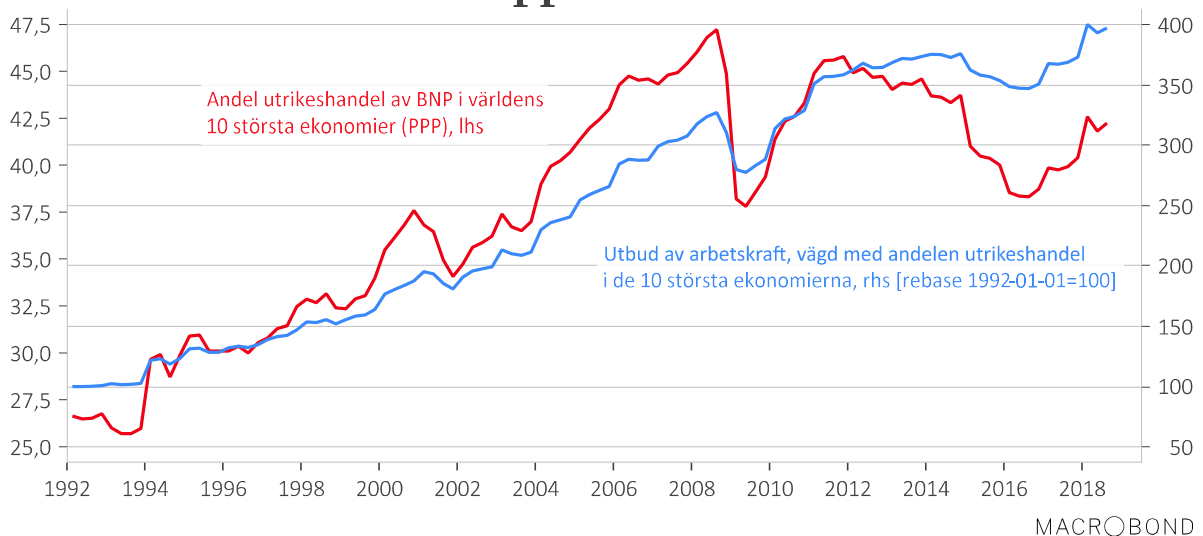


Situationen är likartad för Sverige. Skillnaden är att kurvan, förutom att ha förflyttat sig nedåt och blivit flackare, dessutom flyttat sig i riktning mot det nedre vänstra hörnet. Både löneökningstakt och arbetslöshet har med andra ord fallit systematiskt under den här perioden. En bättre fungerande arbetsmarknad och lönebildning, tillsammans med inflationsmålpolitiken har säkerligen bidragit till detta. Men precis som i USA ser vi under perioden efter finanskrisen att sambandet mellan inhemsk arbetslöshet och löneökningstakt är i stort sett obefintligt. (Kurvan har till och med en tendens till positiv lutning i Sverige, dvs. en lägre arbetslöshet går hand i hand med en lägre löneökningstakt.)



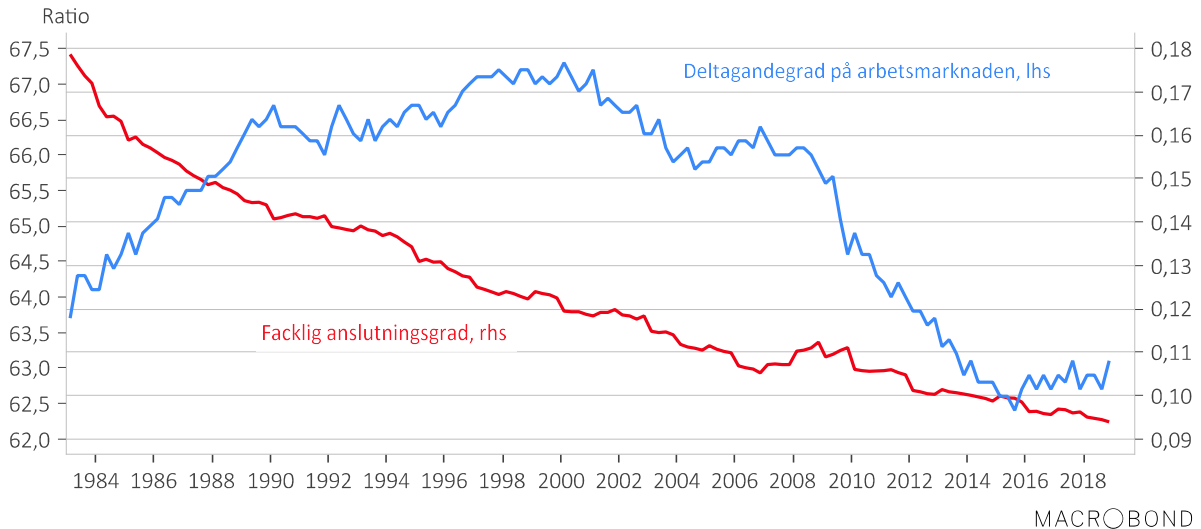
Som förklaring till den allt svagare kopplingen mellan löner och inhemsk arbetsmarknad brukar framhållas ett allt större global arbetsmarknad, både som en följd av Kinas inträde på världsmarknaden och murens fall, men också av en generellt ökad rörlighet för arbete, kapital, varor och tjänster. I figuren nedan visas några mått som illustrerar detta. Den röda linjen visar utrikeshandeln som andel av BNP för de 10 största länderna (i PPP-termer). Globaliseringen i den här bemärkelsen har visserligen avstannat, men det är främst en följd av utrikeshandelns relativt sett minskade betydelse för Kinas ekonomi. Om vi istället kombinerar utrikeshandelsberoendet med utbudet på arbetskraft i världens 10 största ekonomier (den blå linjen), får vi ett mått som visar på en allt större global arbetsmarknad. Detta har sannolikt haft och har fortfarande ett allt större inflytande på den nationella lönebildningen.

## Global arbetskraft och öppenhet för utrikeshandel



I spåren av den ökade globaliseringen har deltagandegraden på arbetsmarknaden fallit i USA (till skillnad från i Sverige), samtidigt som fackföreningstillhörigheten minskat (se figuren nedan), vilket sannolikt ytterligare motverkat en helt inhemskt baserad lönebildning. Tendensen är densamma i Sverige där en LO-rapport ([http://www.lo.se/start/lo\\_fakta/facklig\\_anslutning\\_2017](http://www.lo.se/start/lo_fakta/facklig_anslutning_2017)) visar att anslutningsgraden fallit snabbt, med ca 20 %-enheter för arbetare och närmare 15 %-enheter för tjänstemän sedan 1990, även om nivån i dagsläget är avsevärt högre än i exempelvis USA.

## USA - deltagandegrad och facklig anslutningsgrad



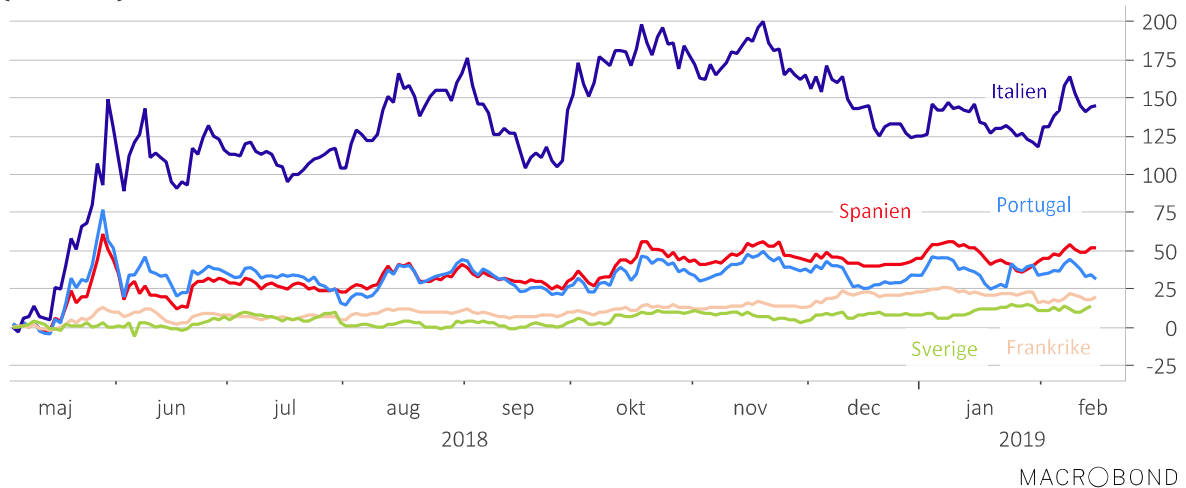
Ska man dra någon slutsats för penningpolitiken så är det nu dags att sluta både hoppas på eller oroa sig för att ökade inhemska löner ska pressa upp inflationen. (Det är ju för övrigt inte säkert att inflationen stiger även om lönerna gör det, men det är en annan diskussion.) På ett övergripande plan bör kanske en omprövning av penningpolitikens mål och medel stå på agendan, om inflationen nu inte längre styrs av inhemska faktorer som en nationell centralbank kan påverka. Även investerare bör också oroa sig mindre för att stigande löner ska leda till en högre inflation och därmed skenande obligationsräntor. För den intresserade finns här länkar till analyser som vi har gjort av faktorer som styr inflationen i USA och Sverige. <https://www.reconpatrol.com/inflationen-faller-i-sverige/> och <https://www.reconpatrol.com/wp-content/uploads/2019/01/Prognosbrev-USA-inflation.pdf>

## Attraktiva räntor i Portugal och Spanien

Sedan de italienska räntorna sköt i höjden efter valet i Italien i våras, har även räntorna i andra perifertiländer som Spanien och Portugal dragits med, vilket inte är orimligt med tanke på den inte alltför avlägsna krishistorien. I figuren nedan visas utvecklingen sedan maj 2018 av ränteskillnaden mot Tyskland för ett antal länder. Sedan det italienska valet har spanska och portugisiska 10-åriga obligationsräntor gått isär med ca 50 resp. 40 räntepunkter och fortsätter att fluktuera i takt med de italienska räntorna. Samtidigt har franska 10-åriga obligationsräntor gått isär med närmare 25 punkter, delvis till följd av oro för budgeteffekterna av de "gula västarnas" härjningar (som en jämförelse har svenska räntor gått isär med drygt 10 räntepunkter under samma period). De ekonomiska utsikterna för både Spanien och Portugal ser avsevärt bättre ut än för Italien. Det politiska läget i Spanien är dock oklart för tillfället, med nyval utlyst till den 28 april. Osäkerheten och dess implikationer för statsfinanserna är dock i dagsläget långt ifrån av samma magnitud som i Italien

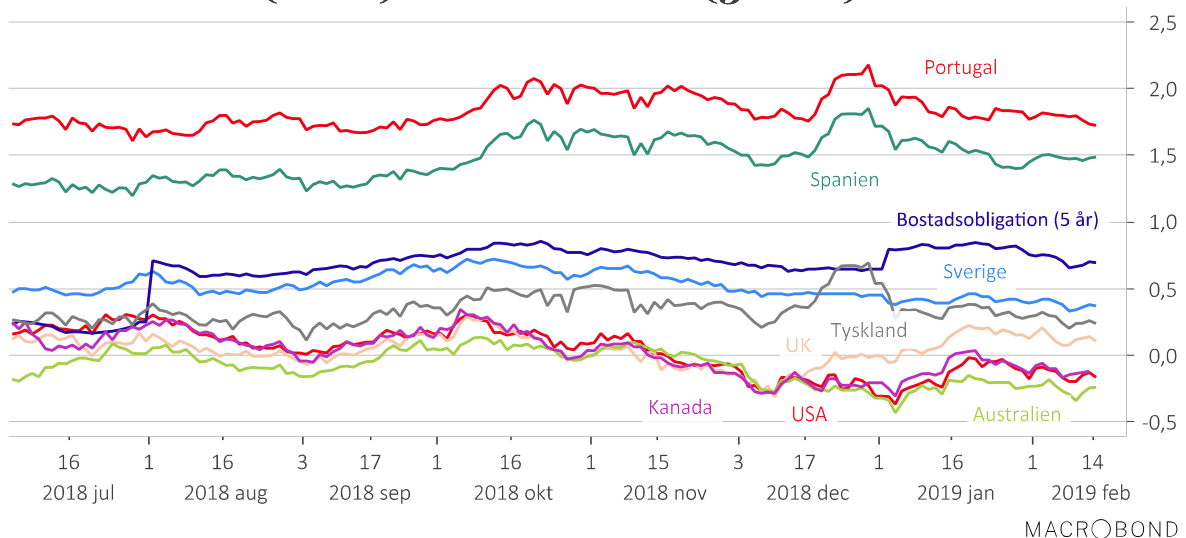
och problemet att hitta en stabil regering, som i princip har pågått sedan valet i december 2015, verkar hittills inte ha påverkat ränteskillnaderna mot andra länder. För Portugals del räknar såväl EU-kommissionen som IMF med att statsfinanserna i stort sett ska vara i balans de närmaste åren (-0,2% av BNP år 2020). En ränteskillnad mot Tyskland på ca 160 räntepunkter för Portugal och runt 130 för Spanien bedömer vi som attraktiv.

## Ränteskillnader mot Tyskland sedan det italienska valet (10 år)



Om vi tittar på räntenivåerna valutasäkrade till svenska kronor, framstår spanska och portugisiska obligationer också som attraktiva (se figuren nedan. Förutom svenska 5-åriga bostadsobligationer, på en nivå kring 0,75%, ligger den valutasäkrade 10-åriga obligationsräntan i övriga länder i jämförelsen på mellan -0,30% och 0,35%. (Den relativa skillnaden mellan räntorna är de samma oavsett basvaluta. Det är bara räntenivåerna som är annorlunda.)

## Räntenivåer (10 år) valutasäkrade (3 mån) till SEK



## **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.