

## Gjennomsnittlig inflasjonsmål kan gi lave renter enda lengre

Oslo, 7. september 2020

### En refleksjon

“... the Committee seeks to achieve inflation that averages 2 percent over time, and therefore judges that, following periods when inflation has been running persistently below 2 percent, appropriate monetary policy will likely aim to achieve inflation moderately above 2 percent for some time.”

Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy, Federal Reserve, 27. august 2020

### Makro

Det årlige symposiet for økonomisk politikk i regi av Federal Reserve (Fed), har fra sin start i 1978 blitt en sentral arena for de store linjene i økonomisk tenkning. Årets begivenhet ble flyttet fra Jackson Hole i Wyoming til internett, men ble like fullt et nytt veiskille. Den amerikanske sentralbanksjefen [Jerome Powell talte](#) ved starten av symposiet 27. august og offentliggjorde da et nytt strategidokument for pengepolitikken. Dette er ikke daglig kost, og dokumentet modifierer vektleggingen og tolkningen av de sentrale målsetningene til amerikansk pengepolitikk.

Kort forklart vil Fed vente lengre med å heve rentene om inflasjonen igjen skulle stige.

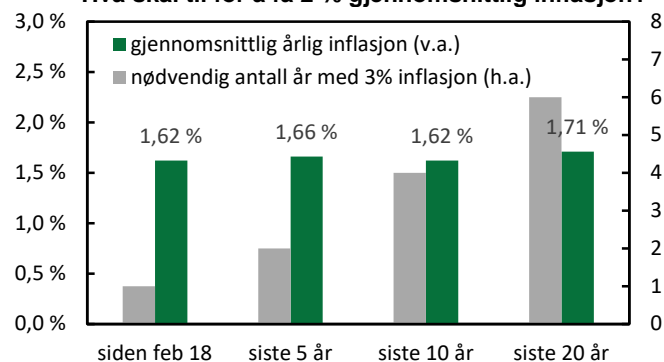
Sentralbankloven i USA fastsatte i 1977 tre mål for pengepolitikken: maksimal sysselsetting, stabile priser og moderate lange renter. Utviklingen deretter kan kort skisseres i fire kapitler:

- 1) Like etter de tre nevnte målene var fastsatt, steg inflasjonen og lange renter til nye høyder, mens sysselsettingen holdt seg på samme nivå.
- 2) I 1979 fastsatte daværende sentralbanksjef, Paul Volcker, målet om stabile priser til sitt primære mål for å bekjempe den høye inflasjonen. Han fikk kontroll på inflasjonen, og lange statsrenter startet på sin lange ferd nedover fra over 15 % til dagens nivå under 1 %. Arbeidsledigheten, derimot, skjøt i været.
- 3) I 2012 tallfestet daværende Ben Bernanke offentlig at inflasjonsmålet var 2 %, et nivå som i realiteten hadde vært dominerende i lang tid. Målsetningen ble brukt med gradvis økte renter basert på Fed sine forventninger om at inflasjonen var på vei mot målet. Et eksempel på det var rentehevingene i 2015 og 2016.
- 4) I år åpner altså Fed et nytt kapittel med målsetning om 2 % inflasjon i gjennomsnitt, som er enkelt beskrevet i refleksjonen over.

TS Lombard skriver i sin analyse av 2. september at i nåværende situasjon, vil mer ekspansiv pengepolitikk bety mer for finansmarkedene enn for realøkonomien.

Realøkonomien er etter Covid-19 dominert av finanspolitikken, ifølge TS Lombard. Etter finanskrisen spilte pengepolitikken førstefiolin, og Det internasjonale pengefondet (IMF) etterspurte mer innsats over statsbudsjettene. Under krisen i vår, kom derimot regjeringene i mange land med særdeles store og hurtige tiltak. Finanspolitikk virker raskere og mer direkte i realøkonomien enn endringer i rentenivået.

Hva skal til for å få 2 % gjennomsnittlig inflasjon?



Kilde: TS Lombard

Finansmarkedene vil ifølge TS Lombard bli påvirket av Feds endrede strategi. Gjennomsnittlig, historisk inflasjon i USA etter tusenårsskiftet varierer mellom 1,62 % og 1,71 % avhengig av hvor lang historikk som brukes. Skal 2 % oppnås som gjennomsnitt, må Fed tillate flere år med inflasjon over målsetningen. Dette gir et skifte hvor ekspansiv pengepolitikk vil vedvare lenger enn antatt før denne strategiendringen.

I den nevnte talen av Jerome Powell 27. august, framhevet han at det er viktig for Fed å forankre inflasjonsforventningene for å holde rentene tilsvarende oppe og gi seg selv arbeidsrom for rentenedsettelse ved neste resesjon.

### Avkastning – hittil i år

Utviklingen i USD har vært et viktig element i avkastningen i år. I starten av året førte krisen til investorflykt til USD som en trygg havn. Dollar styrket seg, sammen med svekkelse av mye annet. I de siste månedene har USD svekket seg igjen og priser på industrimetaller har styrket seg.

Avkastningen til verdensindeksen for aksjer, MSCI AC World, i norske kroner hittil i år per 31. august var 4,2 %. Tilsvarende avkastning i lokal valuta var 4,1 %.

Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, har falt med 6,3 % hittil i år, per 31. august.

Rentenivået til ST5X, indeksen for 5-årige norske statsrenter, var 0,5 % per 31. august, mot 1,4 % ved årsskiftet, men høyere enn bunnivået under 0,1 % i mai. Rentenivået for NBP norske obligasjoner med høy kredittverdighet og tre års rentedurasjon var 1,1 % per 31. august, mot 2,3 % ved nyttår. Rentenivået for

indeksen NBP norske høyrenteobligasjoner var 8,1 % per 31. august, mot 6,9 % ved inngangen til året.

Rentenivået for Bloomberg Barclays Global Aggregate indeks var 0,9 % i USD per 31. august, mot 1,4 % ved nyttår. Rentenivået for Bloomberg Barclays Global High Yield indeks var 5,7 % i USD per 31. august, mot 5,6 % ved årsskiftet.

Hittil i år, per 31. august, har gullprisen steget med 26,7 %. Kobberprisen har steget 8,9 % hittil i år med en god stigning i august. Råvareprisene er målt i USD. Oljeprisen (Brent) har i tråd med utviklingen i industrimetaller steget siste måned og var per 31. august USD 45,3, som er 31,4 % lavere enn ved årsskiftet, men høyere enn ved prisbunnen i april.

Hittil i år, per 31. august, hadde USD svekket seg mot NOK med 0,5 %. EUR, GBP og SEK hadde per samme tid styrket seg mot NOK med henholdsvis 5,9 %, 0,4 % og 7,6 %.

### Likviditet, verdi og sentiment

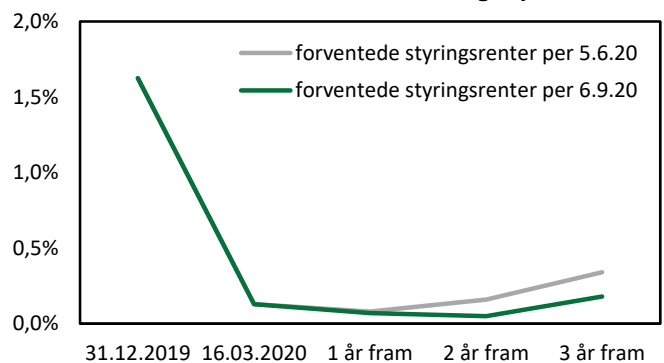
Strategiendringen til Fed påvirker naturlig nok sentimentet i markedet med hensyn til forventede styringsrenter. Disse forventningene framkommer ikke av spørreundersøkelser, men av priser på derivater knyttet til utviklingen i styringsrenten.

Grafen til høyre viser at allerede etter rentenedsettelsen i mars, forventet markedet at det ville ta rundt regnet tre år før første renteheving. Etter at sentralbanksjef Jerome Powell annonserte ny pengepolitisk strategi, falt forventningene ytterligere. Langsiktige forventninger til styringsrenten er med på å danne grunnlaget for lange statsrenter og igjen risikofri rente for verdsetting av aksjer. Denne effekten kan være med på å skape økte aktivapriser.

Samtidig vil en mer aggressiv tilnærming til å oppnå Feds målsetninger øke forventningene til at den faktisk vil gjøre det og nå dem, inklusive inflasjonsmålet. I den

grad markedet har blitt mer rentesensitivt, vil aktivaprisene ha økt volatilitet.

Markedet forventer ikke rentehevinger på tre år



Kilde: Bloomberg

### Konklusjon

Positiv sentralbank- og markedslikviditet, justert for høyere verdsetting og sensitivitet i forhold til sentiment gjør at vi har en viss overvekt i aktivaklasser med høyere risiko. Denne overvekten er i høyrenteobligasjoner.

I tillegg har det hjemlige kredittmarkedet med høy kredittverdighet fortsatt et potensiale, og vi har derfor en svak overvekt i denne aktivaklassen. Undervekten er i pengemarked. Vi opprettholder nøytralvekt i aksjer.

### Relevante markedsindikatorer per 31. august 2020

Avkastningsperiode, ikke annualisert:	siste mnd	3 mnd	hittil i år	12 mnd	3 år	5 år	kurs/yield
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 mnd	0.0 %	0.0 %	0.6 %	1.1 %	2.4 %	3.6 %	0.08 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 år	-0.4 %	-0.3 %	3.7 %	3.2 %	5.5 %	7.4 %	0.32 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 5 år	-1.0 %	-0.8 %	5.2 %	4.0 %	7.9 %	10.8 %	0.52 %
NBP obligasjoner, høy kredittverdighet (RM123D3)	-0.1 %	0.6 %	5.0 %	4.4 %	8.7 %	13.5 %	1.10 %
NBP høyrenteobligasjoner (HYNK)	1.9 %	7.9 %	-3.6 %	-3.0 %	6.6 %	19.5 %	8.07 %
Bloomberg Barclays Global Multiverse Hedged NOK	-0.6 %	1.0 %	3.8 %	2.8 %	11.7 %	20.6 %	1.14 %
Bloomberg Barclays Global Aggregate Hedged NOK	-0.7 %	0.8 %	4.0 %	2.8 %	11.8 %	19.9 %	0.90 %
Bloomberg Barclays Global High Yield Hedged NOK	1.4 %	7.0 %	-2.0 %	1.3 %	5.9 %	27.0 %	5.73 %
Oslo Børs Fondsindeks	4.2 %	8.7 %	-6.3 %	1.9 %	19.7 %	48.1 %	865.42
Oslo Børs Hovedindeks	4.0 %	7.8 %	-7.8 %	-0.2 %	16.1 %	44.6 %	859.26
Oslo Børs Small Cap Index	6.6 %	15.8 %	-13.6 %	1.7 %	-3.4 %	5.4 %	608.81
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	5.4 %	6.4 %	-1.8 %	7.3 %	30.9 %	90.1 %	2 149.95
Oslo Børs Eiendomsindeks	-2.2 %	-0.8 %	-12.5 %	0.5 %	21.1 %	63.3 %	--
VINX Benchmark Cap	0.7 %	5.7 %	12.4 %	23.4 %	38.7 %	62.5 %	512.36
MSCI All Countries (AC) World Local	5.8 %	13.1 %	4.1 %	14.6 %	30.5 %	61.9 %	--
MSCI All Countries (AC) World	1.9 %	3.6 %	4.2 %	11.5 %	45.6 %	71.5 %	--
MSCI Developed World	2.4 %	3.1 %	4.8 %	11.8 %	49.0 %	73.2 %	--
MSCI Emerging World	-1.9 %	7.4 %	-0.1 %	9.6 %	22.3 %	59.8 %	--
MSCI Frontier World	3.9 %	-1.8 %	-9.9 %	-9.4 %	8.3 %	23.1 %	--
MSCI Developed Europe (EMEA)	-0.1 %	1.1 %	-6.2 %	0.9 %	18.0 %	28.0 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	-1.7 %	-5.5 %	-16.9 %	-11.7 %	5.6 %	23.3 %	--
MSCI Developed North America	3.0 %	4.5 %	9.7 %	16.9 %	65.9 %	99.2 %	--
MSCI Emerging Latin America	-10.0 %	-1.6 %	-33.0 %	-26.9 %	-17.5 %	13.7 %	--
MSCI AC Asia Pacific ex Japan	-0.4 %	8.9 %	4.6 %	13.3 %	30.6 %	71.0 %	--
MSCI Japan	3.3 %	-4.8 %	-2.2 %	5.4 %	27.5 %	39.9 %	--
MSCI AC Consumer Discretionary	7.7 %	14.8 %	22.2 %	28.7 %	77.8 %	100.8 %	--
MSCI AC Consumer Staples	-1.4 %	-1.4 %	1.6 %	1.0 %	31.3 %	48.0 %	--
MSCI AC Energy	-2.9 %	-10.9 %	-34.8 %	-30.5 %	-16.7 %	-15.3 %	--
MSCI AC Financials	0.2 %	-0.7 %	-18.5 %	-10.5 %	4.7 %	24.9 %	--
MSCI AC Health Care	-2.1 %	-5.2 %	8.1 %	18.0 %	56.5 %	60.6 %	--
MSCI AC Industrials	3.9 %	3.0 %	-3.6 %	2.4 %	28.5 %	58.2 %	--
MSCI AC Information Technology	4.8 %	13.0 %	30.5 %	46.8 %	123.4 %	226.3 %	--
MSCI AC Materials	0.4 %	5.7 %	2.8 %	10.9 %	28.0 %	67.5 %	--
MSCI AC Real Estate	-2.2 %	-3.7 %	-11.5 %	-11.4 %	17.8 %	35.4 %	--
MSCI AC Communication Services	2.4 %	4.2 %	12.9 %	17.7 %	44.7 %	47.3 %	--
MSCI AC Utilities	-5.7 %	-6.9 %	-5.5 %	-4.1 %	27.9 %	49.4 %	--
USDNOK	-4.0 %	-10.1 %	-0.5 %	-4.3 %	12.5 %	5.5 %	8.73
EURNOK	-2.7 %	-3.3 %	5.9 %	4.1 %	12.8 %	12.3 %	10.43
GBPNOK	-1.9 %	-2.7 %	0.4 %	5.4 %	16.5 %	-8.1 %	11.68
SEKNOK	-2.6 %	-2.0 %	7.7 %	8.8 %	3.3 %	3.3 %	1.01
Bloomberg Commodity	6.8 %	15.4 %	-9.0 %	-3.9 %	-9.1 %	-14.6 %	--
Bloomberg Agriculture and Livestock	4.8 %	8.1 %	-11.2 %	-1.6 %	-19.7 %	-26.0 %	--
Brent Crude (ICE)	4.6 %	28.2 %	-31.4 %	-25.1 %	-13.6 %	-16.4 %	45.28
Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	-5.7 %	-24.8 %	-34.4 %	-5.0 %	-13.3 %	26.1 %	49.25
Gull spot	-0.4 %	13.7 %	29.7 %	29.4 %	48.9 %	73.4 %	1 967.80
Aluminium spot	5.3 %	15.6 %	-0.9 %	2.3 %	-15.9 %	11.1 %	1 764.50
Kobber spot	4.3 %	25.1 %	8.9 %	18.4 %	-0.9 %	30.1 %	6 697.50

Alle avkastningstall er i NOK uten valutasikring, med unntak av NBP sine indekser (sikret til NOK), globale renteindekser (sikret til NOK), MSCI All Countries (AC) World Local (avkastning i lokal valuta) og råvareindeksene (avkastning i USD).

**Ansvarsbegrensning.** Dette månedsbrevet uttrykker Industrifinans Kapitalforvaltnings vurderinger og markedssyn per brevets dato. Markedssynet og vurderingene er gjenstand for løpende overvåking som følge av markedsendringer, ny informasjon og øvrige forhold, og kan derfor endres på ethvert tidspunkt. Markedsbrevet er på ingen måte et tilbud om eller underlag for beslutninger om kjøp og salg av verdipapirer. Referanser til enkelte aktivklasser, verdipapirfond eller verdipapirer er for eksemplifiserende formål og er ikke ment å være, og skal heller ikke oppfattes til å være, anbefalinger for kjøp eller salg av verdipapirer. Historisk avkastning er ingen garanti for fremtidig avkastning.