

## Innhenting i økonomisk vekst gir sterkere inflasjon

Oslo, 9. mars 2021

### En refleksjon

*“Mr. Powell said it’s “highly unlikely” that the Fed’s goal of maximum employment will be reached this year. But he was less clear about whether the economy could show enough improvement this year for the Fed to start reducing its monthly asset purchases.”*

*Wall Street Journal etter intervju med Jeremy Powell, sentralbanksjef i Federal Reserve, 4. mars 2021*

### Makro

Jeremy Siegel, professor i finans ved Wharton, University of Pennsylvania, har i en rekke intervjuer og artikler etter koronakrisen predikert styrket inflasjon på grunn av de mange stimulansepakkene. Dette synet har vi referert til også i tidligere månedsbrev. Styrket inflasjon var ikke konsensusforventning i 2020, men inflasjonsforventningene har senere styrket seg i tråd med professor Siegels analyse. Han har vektlagt at finanspolitikk går rett inn i økonomien og derfor er mer inflasjonsdrivende enn pengepolitikk. Den mer ensidige pengepolitikken etter finanskrisen var derfor ikke like effektiv for inflasjonen som de mer balanserte tiltakene etter koronakrisen.

En viss inflasjon er i utgangspunktet bra og anses gjerne som et tegn på økonomisk vekst. Inflasjonen har vært svak i store perioder siste 10 år, og sentralbankene har iverksatt mange tiltak for å oppnå inflasjon i tråd med sine målsetninger.

Professor Siegels prediksjon om styrket inflasjon materialiserer seg nå i enkelte sentrale segmenter. Figuren til høyre viser Bloombergs samlede prisindeks for industrimetaller, som eksempelvis kobber, jern og aluminium. Selve nivået er en indeksert verdi, med utgangspunkt i prisene målt i USD. I koronakrisen i starten av 2020, falt prisene for industrimetaller på grunn av lavere etterspørsel og det generelle markedssentimentet. I april 2020 snudde trenden. Prisene har steget, ikke bare opp til nivået før koronakrisen, men til nivåer høyere enn toppen av forrige sykliske oppsving i 2016 og 2017. Innhenting har vært mer preget av vareproduksjon enn tjenesteproduksjon. Kinas eksport steg ifølge Bloomberg 20 % i 2020, målt i USD. Kina kjøper i dag om lag halvparten av alt industrimetall som blir produsert, ifølge BCA Research.

Høyere råvarepriser har forplantet seg til industrien. Institute of Supply Management (ISM) sin indeks for innkjøpspriser til industrien i USA har steget kraftig. Hele 86 % av de spurte rapporterer nå om høyere innkjøpspriser.

Spørsmålet blir nå om styrket inflasjon vil lede til mindre ekspansiv pengepolitikk. Sentralbanksjef Jeremy Powell i den amerikanske sentralbanken understreket til Wall Street Journal 4. mars at det er tre målsetninger som må oppnås, for at det skulle bli aktuelt å sette opp renten:

- 1) Arbeidsmarkedsindikatorer tilsier maksimal sysselsetting. Powell sier at det er et godt stykke igjen til dette målet er oppnådd.
- 2) Inflasjonsmålet blir nådd. Forventningene er at de vil det, men realisert inflasjon er under det nivået.
- 3) Inflasjonsforventningene skal være forankret rundt inflasjonsmålet. Et enkeltstående prishopp som resultat av finanspolitiske stimulansepakker, vil ikke nødvendigvis være nok til at dette skal skje.

Ekspansiv finanspolitikk fortsetter inn i 2021 og understøtter både økonomisk vekst og inflasjon. BCA Research sin rapport Global Asset Allocation av 1. mars oppsummerer tiltak i en rekke land. De finanspolitiske tiltakene i 2008 - 2010, etter finanskrisen, utgjorde under 5 % av BNP i USA. Inklusive Bidens pakke, vil tilsvarende programmer i den senere tid utgjøre over 25 % av BNP i USA. Eurosonen fortsetter med sitt storstilte prosjekt NextGenerationEU. Kina har ikke annonsert nye stimulansepakker, da landet var tidlig med en økonomisk innhenting etter pandemien.

### Prisene på industrimetaller stiger mer enn på lenge



Kilde: Bloomberg

Generelt underbygger tegn til styrket inflasjon vår hovedtese om at innhenting i økonomisk vekst er intakt. Mulige negative overraskelser vil kunne være at mange perioder med delvis nedstengning vil gi større permanente skader på økonomien og svekke fremtidig vekst. Mulige positive overraskelser er gode nyheter om effektiv distribusjonen av vaksiner.

## Avkastning – hittil i år

Avkastningen til verdensindeksen for aksjer, MSCI All Countries World, i norske kroner hittil i år per 26. februar var 2,9 %. Tilsvarende avkastning sikret til NOK var 2,3 %.

Blant sektorene i samme periode, gav MSCI sin energiindeks best avkastning med 16,4 %, fulgt av finans med 8,0 %. Avkastningen i konsumsektoren og forsyning var derimot begge -5,4 % i samme periode. MSCI Emerging World gav 4,9 % i samme periode. Stilindeksen MSCI All Countries Value, som måler avkastningen på selskaper med lavere verdsetting, gav 4,7 % avkastning i samme periode.

Den sykliske veksten ved innhenting etter koronakrisen var nok en viktig forklaring for hvilke deler av aksjemarkedet som har hatt sterkest avkastning hittil i år. Avkastningen på MSCI-indeksene er oppgitt i NOK.

Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, hadde steget med 2,9 % hittil i år, per 26. februar.

Rentenivået for NBP norske obligasjoner med høy kredittverdighet og tre års rentedurasjon var 1,5 % per 26. februar, mot 1,2 % ved årsskiftet. Avkastningen var -0,5 % i samme periode.

Rentenivået for indeksen NBP norske høyrenteobligasjoner var 6,4 % per 26. februar, mot 7,4 % ved inngangen til året. Avkastningen var 2,9 % i samme periode.

Rentenivået for Bloomberg Barclays Global Aggregate indeks var 1,1 % i USD per 26. februar, mot 0,8 % ved nyttår. Rentenivået for Bloomberg Barclays Global High Yield indeks var 4,5 % i USD per 26. februar, som det også var ved årsskiftet.

Hittil i år, per 26. februar, har gullprisen falt med 8,7 %. Bloomberg indeks for industrimetaller har derimot steget med 10,2 % i samme periode. Råvareprisene er målt i USD. Oljeprisen (Brent) var per 29. januar USD 66,1, som er 27,7 % høyere enn ved utgangen av 2020, og på samme nivå som ved utgangen av 2019.

Lakseprisen for eksport var 51,1 kr/kg per 26. februar. Prisen har steget med 10,5 % hittil i år per 26. februar, målt i NOK. Prisen har de siste fem årene svingt mellom 50 – 70 kr/kg.

Hittil i år, per 26. februar, hadde USD styrket seg mot NOK med henholdsvis 1,0 %. EUR og SEK hadde per samme tidspunkt svekket seg mot NOK med henholdsvis 0,2 % og 1,5 %.

## Likviditet, verdi og sentiment

Styrkede forventninger til inflasjon gir gjerne høyere lange, nominelle statsrenter. Det ser vi skjer også denne gangen. Renteoppgang kan føre til usikkerhet for verdsettingen av aksjemarkedet og eventuelt negativt sentiment. BCA Research sin rapport Global Asset Allocation fra 1. mars 2021, hevder dog at i tider med stigende lange renter, har det som oftest vært god aksjeavkastning. Den positive økonomiske utviklingen som driver rentene høyere, kan ha større positiv effekt på verdsettingen enn den negative effekten fra økt neddiskonteringsrente.

Høyere rentenivå og forventninger om stigende rentenivå har gjerne større effekt på aksjer hvor kontantstrøm og inntjening ligger lenger fram i tid på grunn av forventninger om vekst og gjennomslag av ny teknologi. Dette forklarer nok noe av fallet i mange teknologiselskaper de siste dagene. Risikoen for det brede markedet ligger i hvorvidt dette skaper negativt sentiment og hvorvidt investorer som søker mer trygghet nå

finner muligheter i høyere løpende avkastning på obligasjonene og derfor vekter ned i aksjemarkedet.

### Høyere lange renter gir usikkerhet for verdsettingen



Kilde: Bloomberg

## Konklusjon

Vi endrer ikke taktisk allokering. Styrket inntjening og pågående innhenting i underliggende økonomisk vekst bidrar positivt i finansmarkedene. Verdsettingen priser likevel inn enda sterkere vekst, og utgjør et risikomoment sammen med eventuelle tilbakeslag i kampen mot koronapandemien.

Totalt sett konkluderer vi med en viss overvekt i aktivaklasser med høyere risiko. Denne overvekten er hovedsakelig i høyrenteobligasjoner og noe i internasjonale aksjer. Undervekten i aktivaklasser med lavere risiko er i utgangspunktet i pengemarked.

### Relevante markedsindikatorer per 26. februar 2020

| Avkastningsperiode, ikke annualisert:            | siste mnd | 3 mnd  | hittil i år | 12 mnd  | 3 år    | 5 år    | kurs/yield |
|--|-----------|--------|-------------|---------|---------|---------|------------|
| NBP statsobligasjoner 3 mnd                      | 0,0 %     | 0,0 %  | 0,0 %       | 0,4 %   | 2,2 %   | 3,1 %   | 0,18 %     |
| NBP obligasjoner, høy kredittverdighet (RM123D3) | -0,6 %    | -0,7 % | -0,5 %      | 2,8 %   | 8,5 %   | 12,3 %  | 1,46 %     |
| NBP høyrenteobligasjoner (HYNK)                  | 1,0 %     | 4,4 %  | 2,9 %       | 2,7 %   | 11,6 %  | 45,7 %  | 6,39 %     |
| Bloomberg Barclays Global Multiverse Hedged NOK  | -1,5 %    | -1,6 % | -2,0 %      | 0,1 %   | 12,0 %  | 16,2 %  | 1,27 %     |
| Bloomberg Barclays Global Aggregate Hedged NOK   | -1,6 %    | -1,8 % | -2,1 %      | -0,1 %  | 11,9 %  | 14,9 %  | 1,08 %     |
| Bloomberg Barclays Global High Yield Hedged NOK  | 0,1 %     | 2,1 %  | 0,1 %       | 4,1 %   | 10,5 %  | 37,1 %  | 4,53 %     |
| Oslo Børs Fondsindeks                            | 4,1 %     | 8,0 %  | 3,0 %       | 23,6 %  | 29,0 %  | 80,0 %  | 1 021,04   |
| Oslo Børs Hovedindeks                            | 4,2 %     | 8,2 %  | 3,4 %       | 21,3 %  | 22,8 %  | 75,9 %  | 1 007,07   |
| Oslo Børs Small Cap Index                        | 7,9 %     | 14,2 % | 3,7 %       | 37,0 %  | 16,5 %  | 48,9 %  | 778,20     |
| Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks                 | 1,8 %     | 6,6 %  | 3,5 %       | 12,7 %  | 36,4 %  | 142,2 % | 2 441,82   |
| Oslo Børs Eiendomsindeks                         | -2,1 %    | 1,9 %  | -7,4 %      | 8,9 %   | 54,2 %  | 115,9 % | --         |
| VINX Benchmark Cap                               | 1,8 %     | 3,3 %  | 1,8 %       | 28,3 %  | 51,0 %  | 85,7 %  | --         |
| MSCI All Countries (AC) World                    | 3,6 %     | 3,7 %  | 2,9 %       | 20,1 %  | 47,1 %  | 93,9 %  | --         |
| MSCI All Countries (AC) World Hedged to NOK      | 2,4 %     | 6,1 %  | 2,3 %       | 22,8 %  | --      | --      | --         |
| MSCI Developed World                             | 3,9 %     | 3,0 %  | 2,6 %       | 19,3 %  | 49,0 %  | 92,8 %  | --         |
| MSCI Developed World Hedged to NOK               | 4,0 %     | 2,6 %  | 3,0 %       | 12,2 %  | --      | --      | --         |
| MSCI Emerging World                              | 2,1 %     | 8,5 %  | 4,9 %       | 25,4 %  | 31,9 %  | 102,5 % | --         |
| MSCI Frontier World                              | 1,4 %     | 3,4 %  | 1,6 %       | -0,1 %  | 5,8 %   | 40,7 %  | --         |
| MSCI Developed Europe (EMEA)                     | 3,8 %     | 2,9 %  | 2,0 %       | 10,9 %  | 23,9 %  | 52,2 %  | --         |
| MSCI Emerging Europe (EMEA)                      | 2,8 %     | 4,4 %  | 3,0 %       | 1,4 %   | 6,9 %   | 47,6 %  | --         |
| MSCI Developed North America                     | 4,0 %     | 3,0 %  | 2,8 %       | 22,3 %  | 62,7 %  | 113,3 % | --         |
| MSCI Emerging Latin America                      | -1,7 %    | -1,5 % | -8,6 %      | -13,4 % | -14,0 % | 39,7 %  | --         |
| MSCI AC Asia Pacific ex Japan                    | 2,7 %     | 8,9 %  | 6,0 %       | 28,4 %  | 42,1 %  | 110,2 % | --         |
| MSCI Japan                                       | 2,8 %     | 1,8 %  | 1,5 %       | 18,4 %  | 27,6 %  | 69,9 %  | --         |
| MSCI AC Communication Services                   | 6,5 %     | 7,3 %  | 7,4 %       | 28,7 %  | 66,8 %  | 63,4 %  | --         |
| MSCI AC Consumer Discretionary                   | 1,3 %     | 2,6 %  | 1,9 %       | 38,7 %  | 70,4 %  | 122,9 % | --         |
| MSCI AC Consumer Staples                         | -1,4 %    | -6,0 % | -5,5 %      | 2,4 %   | 27,0 %  | 32,7 %  | --         |
| MSCI AC Energy                                   | 14,7 %    | 17,0 % | 16,4 %      | -3,3 %  | -7,6 %  | 12,9 %  | --         |
| MSCI AC Financials                               | 10,2 %    | 9,5 %  | 8,0 %       | 8,0 %   | 13,9 %  | 70,0 %  | --         |
| MSCI AC Health Care                              | -1,5 %    | -1,1 % | -0,8 %      | 13,1 %  | 52,7 %  | 72,5 %  | --         |
| MSCI AC Industrials                              | 5,6 %     | 1,6 %  | 2,7 %       | 16,2 %  | 33,1 %  | 78,1 %  | --         |
| MSCI AC Information Technology                   | 2,5 %     | 5,5 %  | 2,5 %       | 42,5 %  | 110,5 % | 248,6 % | --         |
| MSCI AC Materials                                | 5,4 %     | 7,1 %  | 3,9 %       | 34,6 %  | 37,6 %  | 108,3 % | --         |
| MSCI AC Real Estate                              | 4,0 %     | 0,8 %  | 2,8 %       | -5,6 %  | 25,7 %  | 36,8 %  | --         |
| MSCI AC Utilities                                | -3,9 %    | -6,7 % | -5,4 %      | -7,1 %  | 37,5 %  | 42,5 %  | --         |
| USDNOK   | 1,3 %     | -2,7 % | 1,0 %       | -7,8 %  | 9,6 %   | -0,3 %  | 8,67       |
| EURNOK   | 0,7 %     | -1,5 % | -0,2 %      | 0,9 %   | 8,6 %   | 10,7 %  | 10,46      |
| GBPNOK   | 2,9 %     | 1,8 %  | 3,0 %       | 0,2 %   | 11,1 %  | -0,1 %  | 12,08      |
| SEKNOK   | 0,4 %     | -0,7 % | -1,5 %      | 5,0 %   | 7,8 %   | 1,2 %   | 1,03       |
| Bloomberg Commodity USD                          | 6,5 %     | 14,7 % | 9,3 %       | 20,3 %  | 1,0 %   | 18,9 %  | --         |
| Brent Crude (ICE) USD                            | 18,3 %    | 39,0 % | 27,7 %      | 30,9 %  | 0,5 %   | 83,8 %  | 66,13      |
| Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)       | 2,5 %     | 7,1 %  | 10,4 %      | -25,4 % | -17,9 % | -12,8 % | 51,07      |
| Gull spot USD                                    | -6,1 %    | -2,4 % | -8,7 %      | 9,4 %   | 31,5 %  | 40,0 %  | 1 734,04   |
| Aluminium spot USD                               | 8,4 %     | 5,6 %  | 8,9 %       | 28,2 %  | -0,2 %  | 34,6 %  | 2 149,25   |
| Kobber spot USD                                  | 16,2 %    | 20,7 % | 17,9 %      | 62,7 %  | 32,6 %  | 94,2 %  | 9 139,25   |

Alle avkastningstall er i NOK uten valutasikring dersom annet ikke er angitt.

**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.