

Sommerlesning: Framtidens penger

Oslo, 7. juli 2021

En definisjon

«Digitale sentralbankpenger er allment tilgjengelige elektroniske penger utstedt av sentralbanken. Slike penger er en fordring på sentralbanken i den offisielle pengeenheten, på samme måte som kontanter.»

Sentralbanksjef Øystein Olsen, Norges Bank Memo 1/2021

Utviklingen av digitale sentralbankpenger

Alle verdens ledende sentralbanker arbeider nå med utredninger av digitale sentralbankpenger (DSP). Flere av dem har gått sammen i et større prosjekt for en serie av rapporter om et mulig faglig, juridisk og teknisk rammeverk for DSP. For den interesserte leser, anbefales deres første rapport: [Central bank digital currencies: foundational principles and core features](#), i regi av Bank for International Settlements (BIS). Rapporten skisserer blant mye annet tre sentrale prinsipper, som er gjengitt i tabellen til høyre.

Sentralbanksjef Jeremy Powell publiserte nylig en [video](#) der han bekjentgjør Federal Reserve sin innsats i forskning og utvikling for DSP.

Den kinesiske sentralbanken har [annonser](#) et prosjekt for testing av DSP, også de i samarbeid med BIS.

På hjemlige trakter er Sveriges Riksbank godt i gang med sin testing av DSP, og Norges Banks arbeidsgruppe har levert en rekke rapporter, med [den foreløpig siste i 2021](#).

Den faglige debatten går både på hvorvidt og i hvilken grad det vil være tjenlig å innføre DSP og hvordan dette teknisk og juridisk i så fall skal gjennomføres.

Helt nye typer betalingsmidler er en svært sjelden begivenhet. DSP vil kunne videreutvikle pengesystemet og få samme rolle som sedler og mynter, et betalingsmiddel med sikkerhet i sentralbanken, ikke bare i din innskuddsbank. Sentralbanksjef Olsen formulerer definisjonen på en enkel måte øverst på denne siden.

Moderne mynter, i den form de er kjent i dag, antas å ha sine røtter i kongeriket Lydia i Lilleasia i det 7. århundre før Kristus. Sedler ble utbredt under det kinesiske Song-dynastiet i det 11. århundre etter Kristus, som kvittering fra private aktører for innskudd av mynter. Etableringen av sentralbanker fra det 17. århundre og utover var en viktig videreutvikling av reguleringen av pengesystemet, med en nasjonalt eid bank med rett til å trykke sedler og lage mynter. Sentralbanken ble siste skanse i pengesystemet, da den alltid kan møte forpliktelsene sine ved å utstede nye penger. Den seddelen eller mynten forbrukeren etter dette holdt i hånden, hadde derfor sin motpart i en institusjon som ikke kunne gå konkurs.

Setter du dine sedler inn på en bankkonto, bytter du denne fordringen på sentralbanken med en fordring på den spesifikke banken. I bytte får kontohaver enkel oversikt, enklere betalingsmetoder og i tidligere tider innskuddsrenter. For å minske motpartsrisikoen mot bankene for folk flest, har de fleste utviklede økonomier statsgarantier for innskudd i banker.

PRINSIPPER DIGITALE SENTRALBANKPENGER (DSP)

1 IKKE SKADE

DSP skal ikke skade sentralbankenes evne til å opprettholde finansiell eller monetær stabilitet.

2 SAMEKSISTENS

DSP skal utvikles gradvis og sameksistere med andre sentralbankpenger som kontanter og bankreserver.

3 INNOVASJON OG EFFISIENS

Uten innovasjon i det offisielle pengesystemet, er faren at forbrukere tar i bruk mindre sikre betalingsinstrumenter og valutaer.

Kilde: Bank for International Settlements

Digitaliseringen har i de siste tiår radikalt endret hvordan folk flest benytter bankene, men ennå ikke pengesystemet. Den gamle og sirlig førte bankboken i papir, er erstattet med en bankløsning på internett med betaling via kort eller mobiltelefon. Bankkontoer for privatpersoner og næringsliv er likevel fremdeles en fordring på banken.

Teknologi for krypterte, digitale kontoer uten en sentral kontofører, blir gjerne kalt [blokkjeder](#). Framveksten av denne teknologien har ført til en rekke forsøk på å etablere nye, digitale valutaer. Det finnes en rekke versjoner av kryptovaluta, men felles for dem alle er at de ikke er direkte sikret i en sentralbank. Ideen om at kryptovaluta ikke bare skulle være til spekulasjon, men ta over som allment akseptert betalingsmiddel i realøkonomien er fremdeles en fjern drøm. Transparens og mulighetene for overvåking varierer sterkt mellom de ulike utgavene. DSP vil derimot kunne bli et nytt,

velfungerende og regulert betalingsmiddel i nasjonal valuta som kan inngå i etablerte bank- og betalingsstrukturer.

Konsekvensene for investor anser vi i utgangspunktet å være positive, på grunn av at realøkonomiens grunnleggende funksjoner styrkes. Internasjonale betalingstjenester vil kunne forenkles. Banker med problemer kan dog få enda større

usikkerhet, da det blir lettere å gjøre massive uttak til DSP om kundene søker trygghet.

Innovasjonsmulighetene innen finansiell teknologi vil få et løft med mange nye muligheter til stadige nyvinninger. Sentralbankene støtter slik nyvinning blant annet med etablering av et felles nordisk innovasjonssenter for finansiell teknologi, som ble åpnet 16. juni.

Kommentarer til markedsavkastningen

Den brede verdensindeksen for aksjer, MSCI All Countries World, har gitt 12,7 % avkastning siden nyttår per 30. juni, målt i NOK. Oljeprisen har steget 45,0 % siden nyttår per 30. juni og energisektoren har gitt best avkastning blant sektorene i samme tidsrom, 29,1 %, begge målt i NOK. Dette har vært med å gi mer sykliske sektorer sterkest avkastning hittil i år.

Rentenivået for indeksen NBP norske høyrenteobligasjoner er 5,5 % per 30. juni, mot 7,4 % ved nyttår, målt i NOK. For Bloomberg Barclays Global High Yield er den løpende renteavkastningen i USD 4,2 % per 30. juni, mot 4,5 % per nyttår.

Likviditet, verdsetting og sentiment

De tre faktorene i overskriften er sentrale for vårt markedssyn.

Verdsetting av finansielle instrumenter i markedet er generelt høy, også for kvalitetsaksjer. Kvartalsvis inntjening har allerede hentet seg inn og er omtrent på nivået fra før koronakrisen. Inntjening vil være sårbare for en større smittebølge av Delta-varianten av covid-19 eller andre mutasjoner. Både finans- og pengepolitikk kan dog forventes å tilpasse seg raskt for å bekjempe konsekvensene av nye nedstengninger. Den generelle innhenting kan få en utsettelse, men ikke tape sitt potensiale. Innhenting er likevel allerede priset inn i markedet.

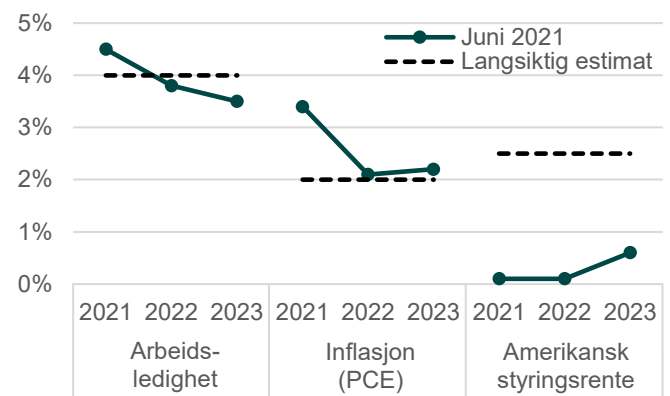
Sentimentet er fortsatt sterkt. Rent fundamentalt er det basert på forventninger til en enda høyere inntjening enn før koronakrisen og fortsatt ekspansiv finans- og pengepolitikk.

Likviditeten har potensiale til å bli tungen på vektskålen for den videre markedsutviklingen. Likviditeten fra sentralbankene er god. Figuren til høyre viser hva beslutningstakerne i Federal Reserve selv mener om hvorvidt de vil oppnå sine mål i den amerikanske økonomien. Inflasjonen er allerede etablert over sin målsetning, og arbeidsledigheten ventes i 2022 å komme ned på det nivået de selv forventer vil bli langsiktig nivå. Dette gjør at de forventer at de selv vil beslutte rentehevinger i 2023. Markedet forventer økte styringsrenter før dette, og de kvantitative lettelsene vil nok først bli mindre ekspansive.

TS Lombard sin rapport Asset Allocation av 18. juni og oppfølger 21. juni vurderer at løpende renter på lange,

amerikanske statsobligasjoner nå vil tendere mot å stige igjen, etter at oppgangen tok en pause i 2. kvartal på grunn av lavere tilbud og økt global etterspørsel av disse obligasjonene, samt noe tregere gjenåpning. TS Lombard mener at underliggende, kortsiktig markedssyn er fortsatt god avkastning i risikoaktiva, selv om markedssyklusen modnes.

Federal Reserve forventer at begge målene blir nådd



Kilde: Federal Reserve

Chen Zhao i Alpine Macro forventer på den annen side at løpende renter på lange amerikanske statsobligasjoner vil fortsette å falle, jamfør sin rapport av 28. juni. Hovedargumentet er at realøkonomisk vekst og inflasjon vil bli svakere og normalisere seg på lavere nivåer.

Konklusjon

Vi endrer ikke taktisk allokering. Verdsettingen er høy. Den underliggende økonomiske utviklingen er god, og sentimentet er godt. Likviditeten kan bli tungen på vektskålen for markedsutviklingen. Usikkerhet rundt moderering av

pengepolitikken kan svekke sentimentet. Totalt sett konkluderer vi med overvekt i høyrenteobligasjoner og i internasjonale aksjer, men vurderer disse posisjonene løpende.

Relevante markedsindikatorer per 30. juni 2021

Avkastningsperiode, ikke annualisert:	siste mnd	3 mnd	hittil i år	12 mnd	3 år	5 år	kurs/yield
NBP statsobligasjoner 3 mnd	0,0 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	2,1 %	3,0 %	0,0 %
NBP obligasjoner, høy kredittverdighet (RM123D3)	0,0 %	0,3 %	-0,2 %	0,1 %	7,7 %	10,9 %	1,6 %
NBP høyrenteobligasjoner (HYNK)	0,5 %	2,1 %	6,1 %	14,0 %	13,0 %	41,4 %	5,5 %
Bloomberg Barclays Global Multiverse Hedged NOK	0,5 %	1,1 %	-1,3 %	0,5 %	12,2 %	12,8 %	1,3 %
Bloomberg Barclays Global Aggregate Hedged NOK	0,5 %	1,0 %	-1,5 %	0,0 %	11,9 %	11,8 %	1,1 %
Bloomberg Barclays Global High Yield Hedged NOK	0,8 %	2,9 %	2,7 %	12,7 %	15,5 %	28,7 %	4,2 %
Oslo Børs Fondsindeks	1,3 %	5,8 %	14,6 %	42,3 %	34,0 %	90,9 %	1 136,2
Oslo Børs Hovedindeks	1,3 %	5,9 %	15,1 %	41,0 %	27,5 %	85,9 %	1 121,0
Oslo Børs Small Cap Index	1,0 %	4,6 %	15,0 %	58,2 %	24,2 %	66,2 %	862,7
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	2,2 %	9,3 %	22,5 %	42,2 %	66,7 %	191,1 %	2 887,7
Oslo Børs Eiendomsindeks	0,5 %	5,1 %	1,2 %	38,8 %	63,3 %	111,6 %	--
VINX Benchmark Cap	2,5 %	10,0 %	14,6 %	33,0 %	70,7 %	108,9 %	--
MSCI All Countries (AC) World	4,7 %	8,0 %	12,7 %	24,5 %	58,8 %	103,6 %	--
MSCI All Countries (AC) World Hedged to NOK	2,2 %	7,0 %	13,3 %	34,8 %	--	--	--
MSCI Developed World	4,9 %	8,4 %	13,4 %	24,3 %	60,6 %	105,5 %	--
MSCI Developed World Hedged to NOK	2,4 %	7,6 %	14,2 %	35,0 %	--	--	--
MSCI Emerging World	3,5 %	5,7 %	7,8 %	26,0 %	45,5 %	89,9 %	--
MSCI Frontier World	6,1 %	14,8 %	15,4 %	23,8 %	36,3 %	61,1 %	--
MSCI Developed Europe (EMEA)	2,0 %	8,1 %	12,2 %	20,8 %	35,5 %	68,4 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	5,6 %	12,0 %	19,0 %	22,4 %	36,7 %	61,4 %	--
MSCI Developed North America	6,1 %	9,5 %	15,3 %	27,0 %	75,3 %	127,1 %	--
MSCI Emerging Latin America	6,2 %	15,7 %	9,3 %	29,6 %	22,4 %	37,0 %	--
MSCI AC Asia Pacific ex Japan	3,0 %	4,6 %	7,2 %	24,6 %	47,8 %	97,3 %	--
MSCI Japan	3,1 %	0,3 %	1,6 %	11,6 %	30,2 %	67,2 %	--
MSCI AC Communication Services	5,3 %	8,7 %	15,6 %	27,0 %	84,4 %	68,3 %	--
MSCI AC Consumer Discretionary	6,1 %	6,6 %	8,7 %	30,8 %	75,9 %	139,7 %	--
MSCI AC Consumer Staples	2,9 %	6,3 %	5,2 %	7,9 %	38,8 %	39,9 %	--
MSCI AC Energy	6,7 %	10,0 %	29,1 %	24,4 %	-10,5 %	8,4 %	--
MSCI AC Financials	0,0 %	6,8 %	18,8 %	33,1 %	33,8 %	82,1 %	--
MSCI AC Health Care	6,3 %	10,0 %	10,2 %	10,4 %	63,8 %	84,3 %	--
MSCI AC Industrials	2,1 %	5,3 %	12,9 %	29,3 %	49,4 %	88,4 %	--
MSCI AC Information Technology	9,6 %	11,2 %	12,9 %	30,6 %	123,4 %	272,1 %	--
MSCI AC Materials	-0,6 %	6,6 %	13,1 %	33,3 %	50,2 %	107,4 %	--
MSCI AC Real Estate	4,8 %	9,0 %	15,3 %	13,5 %	32,1 %	40,1 %	--
MSCI AC Utilities	0,4 %	0,2 %	0,5 %	2,6 %	34,7 %	39,8 %	--
USDNOK	3,4 %	0,6 %	0,3 %	-10,6 %	5,6 %	2,9 %	8,6
EURNOK	0,2 %	1,7 %	-2,7 %	-5,6 %	7,1 %	9,9 %	10,2
GBPNOK	0,6 %	1,1 %	1,5 %	-0,2 %	10,6 %	6,9 %	11,9
SEKNOK	0,3 %	2,7 %	-3,5 %	-2,5 %	10,4 %	1,7 %	1,0
Bloomberg Commodity	1,9 %	13,3 %	21,1 %	45,6 %	12,2 %	12,6 %	--
Brent Crude (ICE)	8,4 %	18,2 %	45,0 %	82,6 %	-5,4 %	51,2 %	75,1
Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	-5,4 %	-3,1 %	30,0 %	1,9 %	-2,6 %	-10,8 %	60,1
Gull spot	-7,2 %	3,7 %	-6,8 %	-0,6 %	41,3 %	33,9 %	1 770,1
Aluminium spot	2,1 %	14,7 %	27,2 %	56,7 %	16,5 %	52,7 %	2 509,5
Kobber spot	-8,8 %	6,4 %	20,7 %	55,7 %	41,2 %	93,2 %	9 351,5

Alle avkastningstall er i NOK uten valutasingring, 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.