

Passe inflasjon for den langsiktige investor

Oslo, 8. november 2021

En refleksjon

«A steady rate of monetary growth at a moderate level can provide a framework under which a country can have little inflation and much growth.»

"The Counter-Revolution in Monetary Theory". Milton Friedman, 1970

Hva driver inflasjonen i høst og hvordan påvirker den investeringene?

Mange har en mening om inflasjonen, men hvilke faktorer driver den og hva skal investor følge med på gjennom vinteren? Til sist er spørsmålet: Hva betyr den for investor?

Inflasjon har historisk gjerne vært en konsekvens av oppgangstider, som igjen har vært positivt for aksjemarkedet. Inflasjon er samtidig en årsak til renteoppgang som skaper usikkerhet rundt verdsetningsnivå. I dag står markedet med en fot i hver av disse motstridende markedsdynamikkene. Spørsmålet blir da om den positive markedseffekten fra realøkonomisk oppgang blir sterkere enn den negative markedseffekten fra et kommende, høyere rentenivå?

BCA Research publiserte nylig sin Global Investment Strategy og viste til en håndfull sentrale faktorer for å forstå høstens vareinflasjon i USA, både på etterspørsels- og tilbudssiden.

Historien om amerikansk etterspørselsside starter med fjorårets koronakrise og dens hardtslående effekt på etterspørselen etter varer og tjenester. For de som ikke mistet jobb og inntekt, snudde sentimentet i varehandelen likevel veldig fort. Varehandelen tok seg opp, mens tjenester ble hengende etter, på grunn av de store restriksjonene.

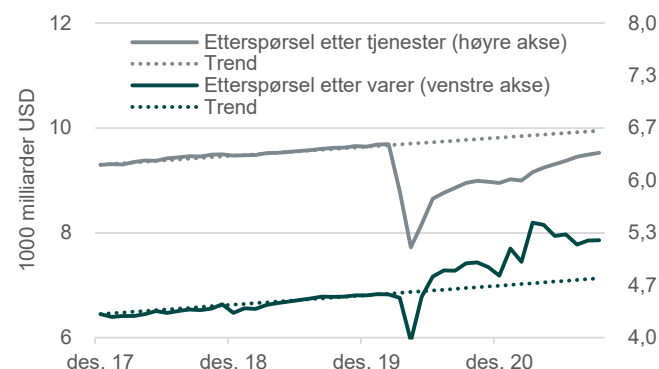
Figuren til høyre viser utviklingen i etterspørsel etter varer og tjenester i USA, markert som heltrukne linjer. Utviklingen sammenlignes med trendveksten fra 2018 og 2019, markert som stiplede linjer. BCA viser i sin analyse at ikke bare vant varehandelen terreng relativt til tjenester, men også absolutt, sett i forhold til trenden før pandemien. Amerikansk etterspørsel etter tjenester, på den annen side, er selv ikke nå i 4. kvartal 2021, tilbake på trenden fra 2018 og 2019.

Amerikansk tilbudsside har hatt fire viktige, inflasjonsdrivende faktorer i år:

- 1) Tilbudet på halvledere har vært for lite. Disse er sentrale komponenter i så godt som alle produkter som inkluderer en dataprosessor.
- 2) Kapasiteten i transportnæringen har ikke vært tilstrekkelig til å ta unna den sterkere veksten i varehandelen. Dette inkluderer både den private delen av logistikken og offentlig infrastruktur som bidrar til og kontrollerer transport.

- 3) Energibilbudet har vært en flaskehals.
- 4) Aktive arbeidssøkende etter koronakrisen har trukket seg tilbake, og det har vært en treghet i å få tak i riktig arbeidskraft i den påfølgende oppgangen. Noe av dette kan være knyttet til den nevnte dreiningen i etterspørselen fra tjenester til varer.

Etterspørselen etter varer har steget kraftig i USA



Kilde: Bloomberg, BCA Research, Industrifinans

Historien om høyere verdsetting eller aktivainflasjon har delvis samme årsak som vare- og tjenesteinflasjon. Sammenhengen er et ønsket resultat av et tiår med ekstraordinært ekspansiv pengepolitikk, hvor hensikten var nettopp vare- og tjenesteinflasjon mens bivirkningen var aktivainflasjon. Vi har hatt en tredobbel faktor:

- a) Koronakrisen har vært en realøkonomisk krise utløst av nedstengning av store deler av økonomien. Denne er i ferd med å helbrede seg selv uavhengig av pengepolitikk, men på grunn av pågående gjenåpning av samfunnet.
- b) Forut for koronakrisen var Federal Reserve sin pengepolitikk allerede ekspansiv. Ved krisen kom nye og enda sterkere kvantitative lettelsener for sysselsetting og inflasjon.
- c) I koronakrisen kom også signifikante finanspolitiske tiltak på toppen av det hele, noe som stort sett var fraværende i tiåret etter finanskrisen.

Amerikansk tilbudsside er på flere måter i ferd med å tilpasse seg etter den ekstra sterke etterspørselen etter varer. Dette vil kunne lede til at inflasjonen modereres etter høstens høye verdier, ifølge BCA sin analyse. Amerikansk etterspørselsside har dog mer kraft fra økt sparebuffer gjennom koronakrisen.

Den interesserte leser bør gjennom vinteren følge nøye med om USA får ytterligere styrket arbeidsmarked og videre vekst i etterspørsel og inflasjon på varer og tjenester.

Kommentarer til markedsavkastningen

Den brede verdensindeksen for aksjer, MSCI All Countries World, har gitt 14,9 % avkastning siden nyttår per 31. oktober, målt i NOK. Avkastningen for tilsvarende indeks valutasikret til NOK er 18,3 %.

Framvoksende markeder har derimot falt i verdi med 1,9 % siden nyttår per 31. oktober, målt ved MSCI Emerging Markets i NOK. Utviklede markeder målt ved MSCI World har steget med 17,5 % i samme periode, målt i NOK.

Likviditet, verdsetting og sentiment

De tre faktorene i overskriften er fokusområder for vårt markedssyn for eventuell utnyttelse av frihetsgrader rundt strategien for taktisk allokering.

Likviditeten har vi tidligere framholdt som det mulige vippepunktet for den videre markedsutviklingen. Side en i månedens brev diskuterer dette temaet. Likviditeten fra sentralbankene har vært ultraekspansiv, men er nå blitt justert noen hakk i modererende retning.

Den amerikanske sentralbanken har nå besluttet at økonomisk utvikling er god nok til at de fra november i år begynner å redusere sine kvantitative lettelser. Med god og tydelig annonsering, passerte beslutningen om modereringen uten dramatisk forrige uke.

Den europeiske sentralbanken vurderer også de ekstraordinære tiltakene, men har hatt behov for å bekrefte at det er lite sannsynlig med renteoppgang i 2022.

Verdsettingen er generelt høy. Verdsettingen henger sammen med rentenivået, men den er også høy sammenlignet med forrige periode med lave renter, fra finanskrisen til 2016. Inntjening er nå sterk og høyere enn før koronakrisen.

Konklusjon

Vi anbefaler som tidligere å være langsiktig investert i gode selskaper i tråd med vår kvalitetsorienterte investeringsfilosofi. Taktisk allokering vurderer vi slik: Inntjeningen er god, men verdsettingen er høy. Likviditeten er et vippepunkt. De første beslutningene om moderering av den ultraekspansive penge-

Vi er enige med Milton Friedman i refleksjonen. Med en passe og jevn økning i pengemengden legges det til rette for en fin realøkonomisk vekst, som også er god for langsiktige investorer. Dersom sentralbankene evner å moderere sin politikk på en kontrollert måte, vil vi kunne få en styrt overgang fra de ekstraordinære tiltak verden er blitt vant med til de mer normale nivåene Friedman løfter opp som betryggende for stabil vekst.

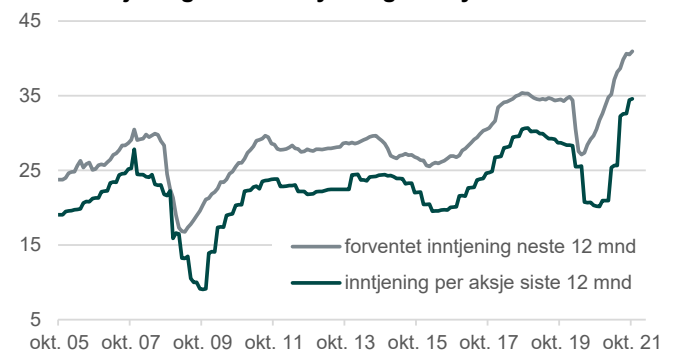
Stilindeksene har variert seg imellom gjennom året. Per 31. oktober hadde stilen kvalitet best utvikling med 16,8 % avkastning hittil i år, mens stilen vekst gav 14,3 % avkastning i samme periode, begge målt ved MSCI sine stilindekser for utviklede og framvoksende markeder.

Oljeprisen Brent Blend har steget over 60 % siden nyttår per 31. oktober. Bloomberg Industrial Metal har steget 25,4 % i samme periode. Råvareprisene er målt i USD.

Verdsettingen baserer seg dog på forventninger om enda høyere inntjening. Se figur nedenfor for inntjeningsutviklingen.

Sentimentet har vært varierende, men hovedindeksene for de store markedene er nå tilbake over sine 50-, 100- og 200-dagers glidende snitt. Årsaken til perioden med svekkelse var nok knyttet til usikkerhet rundt likviditet, men god inntjeningsvekst i 3. kvartal har nok bidratt til ny avkastning.

Sterk inntjening forventes ytterligere styrket



Kilde: Bloomberg, Industrifinans

politikken har skapt et mer usikkert sentiment. Sentimentet har dog bedret seg igjen for mange aksjemarkeder, men er fortsatt volatilt. Vi har nøytralisert overvekt i risikoaktiva og tar ingen nye, taktiske posisjoner.

Relevante markedsindikatorer per 31. oktober 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 %	0,0 %	0,1 %	0,1 %	1,9 %	2,8 %	0,4 %
NBP obligasjoner, høy kredittverdighet (RM123D3)	-0,4 %	-1,1 %	-0,8 %	-1,0 %	6,8 %	10,2 %	2,0 %
NBP høyrenteobligasjoner (HYNK)	0,4 %	1,7 %	8,5 %	12,2 %	13,4 %	37,5 %	5,8 %
Bloomberg Barclays Global Multiverse Hedged NOK	-0,3 %	-1,4 %	-1,5 %	-0,5 %	12,8 %	12,8 %	1,5 %
Bloomberg Barclays Global Aggregate Hedged NOK	-0,2 %	-1,4 %	-1,7 %	-0,8 %	12,6 %	12,2 %	1,3 %
Bloomberg Barclays Global High Yield Hedged NOK	-0,5 %	-0,5 %	2,3 %	8,7 %	14,8 %	21,6 %	4,9 %
Oslo Børs Fondsindeks	3,1 %	4,0 %	21,2 %	46,3 %	39,7 %	88,1 %	1 201,5
Oslo Børs Hovedindeks	2,5 %	5,2 %	22,5 %	46,9 %	34,1 %	86,9 %	1 192,8
Oslo Børs Small Cap Index	1,2 %	2,6 %	15,8 %	48,5 %	30,5 %	50,7 %	868,6
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	7,3 %	15,0 %	41,7 %	62,8 %	85,2 %	170,4 %	3 340,6
Oslo Børs Eiendomsindeks	7,2 %	-0,5 %	10,2 %	54,3 %	77,5 %	99,4 %	--
VINX Benchmark Cap	2,3 %	-4,0 %	18,5 %	26,9 %	79,9 %	119,5 %	--
MSCI All Countries (AC) World	1,4 %	-1,2 %	14,9 %	21,5 %	62,1 %	103,1 %	--
MSCI All Countries (AC) World Hedged to NOK	4,8 %	3,7 %	18,3 %	36,0 %	--	--	--
MSCI Developed World	1,9 %	-0,8 %	17,5 %	24,3 %	65,2 %	109,6 %	--
MSCI Developed World Hedged to NOK	5,4 %	4,2 %	21,1 %	39,4 %	--	--	--
MSCI Emerging World	-2,6 %	-4,9 %	-1,9 %	3,5 %	41,6 %	60,1 %	--
MSCI Frontier World	0,3 %	3,1 %	21,7 %	20,5 %	46,8 %	68,2 %	--
MSCI Developed Europe (EMEA)	0,8 %	-3,4 %	13,2 %	24,8 %	41,8 %	68,7 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	-0,3 %	5,8 %	29,9 %	42,3 %	44,5 %	69,6 %	--
MSCI Developed North America	3,2 %	0,2 %	21,2 %	26,6 %	78,8 %	136,8 %	--
MSCI Emerging Latin America	-8,7 %	-18,2 %	-12,0 %	7,9 %	-12,2 %	-3,5 %	--
MSCI AC Asia Pacific ex Japan	-1,9 %	-4,6 %	-2,0 %	2,5 %	47,5 %	69,2 %	--
MSCI Japan	-6,8 %	-2,1 %	0,7 %	6,1 %	31,3 %	52,4 %	--
MSCI AC Communication Services	-2,0 %	-5,2 %	12,1 %	13,7 %	71,4 %	75,2 %	--
MSCI AC Consumer Discretionary	4,2 %	0,2 %	9,2 %	13,8 %	82,8 %	132,2 %	--
MSCI AC Consumer Staples	-0,7 %	-4,0 %	3,9 %	4,2 %	32,6 %	45,4 %	--
MSCI AC Energy	2,6 %	11,1 %	38,4 %	63,8 %	-0,1 %	16,5 %	--
MSCI AC Financials	1,9 %	3,6 %	25,4 %	40,9 %	41,8 %	77,4 %	--
MSCI AC Health Care	0,0 %	-3,5 %	12,3 %	13,8 %	55,9 %	103,6 %	--
MSCI AC Industrials	0,5 %	-3,2 %	12,9 %	20,5 %	51,8 %	83,7 %	--
MSCI AC Information Technology	2,9 %	-0,2 %	18,7 %	28,6 %	136,2 %	251,6 %	--
MSCI AC Materials	-0,1 %	-8,4 %	9,2 %	18,8 %	54,4 %	85,1 %	--
MSCI AC Real Estate	1,1 %	-3,2 %	16,3 %	17,0 %	36,1 %	48,7 %	--
MSCI AC Utilities	0,7 %	-3,0 %	2,6 %	0,0 %	33,0 %	50,7 %	--
USDNOK	-3,5 %	-4,4 %	-1,6 %	-11,5 %	0,0 %	2,2 %	8,4
EURNOK	-3,6 %	-6,8 %	-6,8 %	-12,1 %	2,3 %	7,7 %	9,8
GBPNOK	-2,0 %	-5,7 %	-1,4 %	-6,4 %	7,3 %	14,3 %	11,6
SEKNOK	-1,6 %	-4,3 %	-5,8 %	-8,3 %	6,7 %	7,5 %	1,0
Bloomberg Commodity	2,6 %	7,4 %	32,5 %	43,9 %	28,0 %	28,7 %	--
Brent Crude (ICE)	7,5 %	10,5 %	62,9 %	125,3 %	11,8 %	74,7 %	84,4
Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	12,8 %	-9,7 %	29,0 %	24,1 %	3,2 %	-3,0 %	59,6
Gull spot	1,5 %	-1,7 %	-6,1 %	-5,1 %	46,8 %	39,6 %	1 783,4
Aluminium spot	-4,8 %	4,1 %	37,0 %	46,4 %	39,8 %	56,0 %	2 704,8
Kobber spot	9,7 %	1,1 %	26,6 %	46,2 %	62,5 %	102,6 %	9 808,5

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.