

## Inflasjonen preges av energipriser

Oslo, 8. februar 2022

### En refleksjon

*“Energy prices continue to be the main reason for the elevated rate of inflation. Their direct impact accounted for over half of headline inflation in January and energy costs are also pushing up prices across many sectors.”*

*Christine Lagarde, president i den europeiske sentralbanken, tale til Europaparlamentet, 7. februar 2022*

### Kommentarer til energiprisene

God etterspørsel etter varer samtidig med flaskehalsen i tilbudet har sammen bidratt til styrket inflasjon etter koronakrisen. Som **panel 1** i figuren under viser, utgjør høyere energipriser rundt halvparten av inflasjonen i eurosonen. Den grå linjen viser europeisk realisert inflasjon, hvor energi er holdt utenom. Den grønne linjen viser europeisk inflasjon hvor energiprisene er inkludert. Inflasjon er endringer i prisnivå, og selv med fortsatt høye energipriser, vil energirelatert inflasjon modereres gjennom året. Christine Lagarde, presidenten i den europeiske sentralbanken, så det også som sannsynlig at inflasjonen ville modereres i sin tale til Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament, 7. februar.

Ekstraordinær økning i prisen på energien som energisektoren leverer, har også gitt ekstraordinær avkastning, som framkommer i **panel 2** i figuren under. Energisektoren i MSCI sine indekser for det brede aksjemarkedet, steg 14,1 % i januar, målt i NOK, mens MSCI ACWI falt 4,1 % i samme periode.

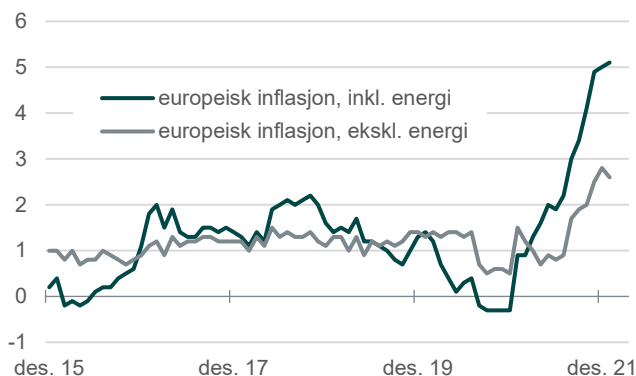
Lagarde understreket også de geopolitiske spenningene som en medvirkende årsak til høyere energipriser. Ved publiseringen av nyeste World Economic Outlook fra Det internasjonale pengefondet (IMF) datert 25. januar, ble

nåværende spenninger ved grensen til Ukraina satt i kontrast med Krim-krisen. Mens det i 2014 var stort overskudd av energitilbud og prisene falt, skaper geopolitiske spenninger rundt Ukraina-krisen nå flaskehalsen og trusler om nye barrierer ved energileveransene. Dette gir ytterligere press oppover for energiprisene, som gjør seg gjeldende også i andre regioner. IMF's World Economic Outlook estimerer også at energiprisene har vært en sterk faktor for inflasjonen i verden generelt.

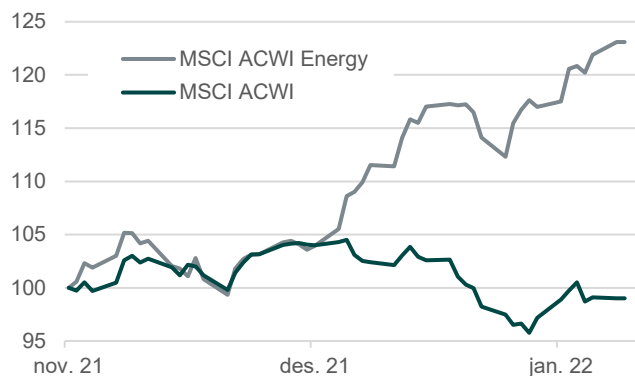
En annen hovedtone i rapporten fra IMF, er at de fortsatt forventer god global økonomisk vekst, selv om forventningene er justert noe ned siden forrige utgave. Dette gjenspeiler seg også i noe mer moderate veksttall fra Markits PMI, som måler aktivitetsnivået hos selskapene. PMI viste en ekstraordinær sterk vekst etter koronakrisen, både for USA og Europa. De indikerer fortsatt vekst, men på mer moderate nivåer. Det samme gjelder konsensusforventningene til økonomisk vekst.

Gjennom det hele ser våre forvaltere fortsatt etter selskaper som i mindre grad er avhengig av en stadig svingende konjunktursyklus, men selv skaper vedvarende konkurransefortrinn i attraktive markeder. Disse selskapene merker også markedets svingninger, men har støtte i en sterk og stabil forretningsmodell.

Panel 1: Inflasjonen preges av energipriser



Panel 2: ... og energiaksjer følger med



Kilde: MSCI ACWI lokal valuta, Bloomberg

## Kommentarer til markedsavkastningen

Den brede verdensindeksen for aksjer, MSCI ACWI, har falt 4,1 % hittil i år per 31. januar, målt i NOK. Tilsvarende indeks valutaskret til NOK falt 4,6 %, mens Oslo Børs Fondsindeks falt 3,1 % i samme periode.

Oljeprisen Brent Blend har steget med 17,3 % hittil i år per 31. januar, og 63,2 % siste 12 måneder, målt i USD. Bloomberg Industrial Metal steg 3,0 % i januar, målt i USD.

Energipriser og råvarepriser generelt har steget godt i 2021 og inn i 2022. Det har også bidratt til at sektoren energi har gitt særskilt god avkastning i januar, med 14,1 %. Finanssektoren gav nest best avkastning, med 2,2 % i samme periode. Begge er målt i NOK for MSCI ACWI sine sektorindekser.

Stilindekser hadde noe av det samme mønsteret i januar, hvor stilindeksen for kvalitet falt 6,2 %, mens verdiindeksen kun falt 0,1 % i samme periode.

## 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 vært i endring en stund, og har nå tydelig gått inn i et helt nytt kapittel.

Den amerikanske sentralbanken kommenterte etter siste møte 26. januar at de i mars planlegger å avslutte kjøpene av verdipapirer, de såkalte kvantitative lettelsene. Samtidig annonserte de at utviklingen i inflasjon og arbeidsmarked gjorde at de er klar til snart å sette opp renten.

Den europeiske sentralbanken fulgte opp på lignende måte etter siste møte 3. februar. De annonserte avslutning av verdipapirkjøpene for Pandemic emergency purchase programme (PEPP) ved utgangen av mars og reduksjon i Asset purchase programme (APP). Bankens president, Lagarde, påpekte i talen henvist til i refleksjonen, at rentene ikke vil heves før netto verdipapirkjøp er avsluttet. Financial Times refererte likevel samme dag at hun nektet å utelukke rentehevinger i år.

Den kinesiske sentralbanken forventes ikke å innføre mindre ekspansiv pengepolitikk. Bloomberg rapporterte 6. februar at National Development and Reform Commission i Kina forventer at inflasjonsrisikoen skal falle i 2022, nettopp på grunn av de ovennevnte endringene i vestlige sentralbanker.

**Verdsettingen** er fremdeles 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. Verdsettingen baserer seg dog på forventninger om enda høyere inntjening.

I tillegg har den ultraekspansive pengepolitikken over mange år blitt gjort gjennom store oppkjøp av verdipapirer som har bidratt til lavere løpende avkastning og dermed høyere verdsetting. Realrenten for 10-års statsobligasjoner i USA har forblitt rundt -1 % i om lag ett år. Aksjemarkedet har vist seg sensitivt til høyere løpende realrenteavkastning den siste tiden.

**Sentimentet** har vært varierende. Hovedindeksene for de store markedene var nylig over alle sine respektive 50-, 100- og 200-dagers glidende snitt, men er nå under 50- og 100-dagers glidende snitt.

### Aksjemarkedet sensitivt for realrenter



Kilde: National Federation of Independent Business, Bloomberg

## 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. Sentimentet er mer volatil i aksjemarkedene.

Likviditeten har vippet, ved at pengepolitikken nå blir mindre ekspansiv. De første pengepolitiske beslutningene i denne retningen har vært tydelig kommunisert, men realiteten har påvirket rente- og aksjemarkedene. Vi beholder om lag nøytralvekt i risikoaktiva og tar ingen nye, taktiske posisjoner.

### Relevante markedsindikatorer per 31. januar 2022

Avkastningsperiode, ikke annualisert:	siste mnd	3 mnd	hittil i år	12 mnd	3 år	5 år	kurs/yield
NBP statsobligasjoner 3 mnd (NOGOV3DM)	0,0 %	0,1 %	0,0 %	0,1 %	1,8 %	2,8 %	0,72 %
NBP obligasjoner, høy kredittverdighet (RM123D3)	-0,6 %	-0,3 %	-0,6 %	-1,3 %	5,7 %	9,7 %	2,35 %
NBP høyrenteobligasjoner (HYNK)	0,6 %	1,2 %	0,6 %	7,8 %	14,8 %	30,4 %	6,45 %
Bloomberg Global Aggregate Hedged NOK	-1,5 %	-1,1 %	-1,5 %	-2,3 %	8,6 %	13,0 %	1,55 %
Bloomberg Global High Yield Hedged NOK	-2,2 %	-2,1 %	-2,2 %	0,1 %	10,2 %	16,5 %	5,63 %
Oslo Børs Fondsindeks	-3,1 %	-3,1 %	-3,1 %	18,7 %	43,5 %	69,6 %	1 164,30
Oslo Børs Hovedindeks	-2,2 %	-1,5 %	-2,2 %	21,5 %	40,6 %	69,5 %	1 174,86
Oslo Børs Small Cap Index	-5,5 %	-3,2 %	-5,5 %	16,6 %	41,2 %	30,4 %	840,66
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	1,8 %	8,9 %	1,8 %	51,8 %	101,3 %	162,4 %	3 638,70
VINX Benchmark Cap	-9,1 %	-5,0 %	-9,1 %	12,6 %	68,8 %	96,2 %	--
MSCI ACWI	-4,1 %	1,7 %	-4,1 %	17,8 %	62,2 %	95,7 %	--
MSCI ACWI Hedged NOK	-4,6 %	-2,9 %	-4,6 %	15,1 %	--	--	--
MSCI World	-4,4 %	1,8 %	-4,4 %	21,2 %	67,1 %	101,0 %	--
MSCI World Hedged NOK	-4,1 %	2,6 %	-4,1 %	23,5 %	--	--	--
MSCI Emerging Markets	-1,0 %	1,1 %	-1,0 %	-3,5 %	30,0 %	60,7 %	--
MSCI Frontier Markets	-2,7 %	-1,5 %	-2,7 %	19,7 %	39,2 %	54,2 %	--
MSCI Europe (EMEA)	-3,7 %	1,7 %	-3,7 %	17,1 %	43,3 %	63,5 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	2,3 %	0,3 %	2,3 %	30,1 %	33,1 %	56,7 %	--
MSCI North America	-4,6 %	2,3 %	-4,6 %	25,5 %	82,3 %	125,6 %	--
MSCI Emerging Latin America	8,3 %	16,4 %	8,3 %	10,0 %	-8,3 %	15,9 %	--
MSCI AC Asia Pacific ex Japan	-3,1 %	-1,3 %	-3,1 %	-6,3 %	33,8 %	63,6 %	--
MSCI Japan	-4,2 %	-0,5 %	-4,2 %	1,4 %	31,5 %	48,6 %	--
MSCI ACWI Communication Services	-4,5 %	-3,2 %	-4,5 %	7,6 %	56,6 %	65,1 %	--
MSCI ACWI Consumer Discretionary	-7,2 %	-4,8 %	-7,2 %	3,3 %	68,4 %	109,2 %	--
MSCI ACWI Consumer Staples	-2,3 %	7,4 %	-2,3 %	16,5 %	42,1 %	58,2 %	--
MSCI ACWI Energy	14,1 %	15,2 %	14,1 %	57,2 %	18,4 %	26,7 %	--
MSCI ACWI Financials	2,2 %	4,2 %	2,2 %	33,4 %	45,7 %	64,6 %	--
MSCI ACWI Health Care	-6,8 %	0,3 %	-6,8 %	11,8 %	53,5 %	97,4 %	--
MSCI ACWI Industrials	-5,8 %	-0,4 %	-5,8 %	15,6 %	47,1 %	71,6 %	--
MSCI ACWI Information Technology	-7,4 %	2,2 %	-7,4 %	21,4 %	144,7 %	242,6 %	--
MSCI ACWI Materials	-2,8 %	5,1 %	-2,8 %	16,4 %	57,7 %	75,9 %	--
MSCI ACWI Real Estate	-5,2 %	3,0 %	-5,2 %	21,1 %	27,0 %	54,1 %	--
MSCI ACWI Utilities	-2,1 %	8,0 %	-2,1 %	12,5 %	34,6 %	65,6 %	--
USDNOK	0,9 %	5,4 %	0,9 %	4,0 %	5,5 %	7,9 %	8,90
EURNOK	-0,2 %	2,4 %	-0,2 %	-3,7 %	3,6 %	12,3 %	10,00
GBPNOK	0,2 %	3,5 %	0,2 %	1,9 %	8,3 %	15,3 %	11,96
SEKNOK	-1,9 %	-2,8 %	-1,9 %	-6,7 %	2,5 %	1,2 %	0,95
Bloomberg Commodity	8,8 %	4,4 %	8,8 %	34,7 %	36,8 %	30,0 %	--
Bloomberg Agriculture and Livestock	5,4 %	8,9 %	5,4 %	24,9 %	40,2 %	16,3 %	--
Bloomberg Industrial Metal	3,0 %	7,0 %	3,0 %	34,2 %	54,6 %	61,9 %	--
Brent Crude (ICE)	17,3 %	8,1 %	17,3 %	63,2 %	47,4 %	63,8 %	91,21
Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	2,3 %	22,4 %	2,3 %	46,5 %	20,0 %	3,7 %	72,97
Gull spot	-1,8 %	0,8 %	-1,8 %	-2,7 %	35,9 %	48,4 %	1 797,00
Aluminium spot	8,7 %	12,7 %	8,7 %	53,9 %	61,2 %	68,0 %	3 049,50
Kobber spot	-1,7 %	-2,4 %	-1,7 %	21,8 %	55,7 %	59,8 %	9 578,00

Alle avkastningstall er i NOK uten valutasikring, med unntak av NBP sine indekser (sikret til NOK), globale renteindekser (sikret til NOK), MSCI ACWI Hedged NOK og MSCI World Hedged NOK (sikret til NOK) 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.