

Normalisering av pengepolitikk

Oslo, 7. april 2022

En refleksjon

“The plan is to restore price stability while also sustaining a strong labor market. That is our intention and we believe we can do that. But we have to restore price stability.”

Jerome Powell, sentralbanksjef Federal Reserve, 16. mars 2022

Årsaker og konsekvenser

Amerikansk økonomi er sterk. Arbeidsledigheten i mars var 3,6 % og er tilbake på det høye sysselsettingsnivået USA hadde før koronakrisen. Vi må tilbake til 60-tallet for å se liknende lave tall.

Amerikansk og global inflasjon er høy. Noe uvanlig er at mye av dette skyldes vareinflasjon, og ikke tjenesteinflasjon, som er lett å forstå i lys av skiftet i forbruket under pandemien. Av 8 % årlig konsumprisinflasjon i USA per februar skyldtes om lag 1,5 %-poeng energiprisene, 1,0 %-poeng relaterte seg til mat, og 1,5 %-poeng knyttet seg til prisøkning for nye og brukte biler og bilieieordninger. Prisene på mat og energi kan variere av mange årsaker og Federal Reserve (Fed) fokuserer derfor på inflasjonen uten disse faktorene. Også den er høy, med 5,4 % i februar, det høyeste på 40 år.

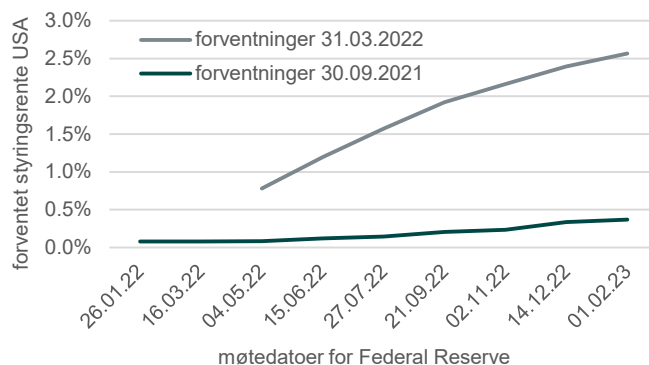
Logistikkproblemene på grunn av det vareorienterte forbruket har drevet inflasjonen. Prisindeksen fra Drewry Shipping Consultants på verdens containerfrakt har dog falt fra toppen sommeren 2021 og frem til nå. Nye nedstengninger i Kina skaper usikkerhet om den videre utviklingen.

Med sterkere økonomi og syklisk oppgang har andre selskaper enn de kvalitetsselskapene vi fokuserer på hatt best avkastning. De selskapene som har bidratt mest til avkastningen i det globale aksjemarkedet siste halvår har lavere bruttomarginger og egenkapitalavkastning enn tradisjonelle kvalitetsselskaper. Vår investeringsfilosofi gjør at vi fortsatt søker etter selskaper med vedvarende konkurransefortrinn i attraktive markeder. Denne type selskaper kan ha med- og motvind i skiftende markedssentiment, men har fundamental styrke gjennom gode forretningsmodeller i attraktive sluttmarkeder.

Sterkere inflasjon og arbeidsmarked er **årsakene** til at den amerikanske sentralbanken – ifølge sitt eget mandat – har endret sin pengepolitikk. Forventningene endret seg noe i fjerde kvartal. Etter nyttår ble først pengepolitikken mindre ekspansiv, og nå har Fed forventninger om relativt hurtig normalisering av styringsrentene. Sammen med dette avsluttes også de ekstraordinære pengepolitiske tiltakene. Den europeiske sentralbanken følger noe etter, mens den kinesiske sentralbanken ikke forventes å normalisere pengepolitikken med det første.

Figuren under viser markedets forventninger til amerikansk styringsrente, som er betydningsfull for både realøkonomien og markedet. Datoene på horisontal akse er møtedatoene i rentekomiteen. Den svarte linjen viser hva forventningene var for et halvt år siden. Den gang forventet markedet lavere renter for en lengre tid. Ved utgangen av mars, var styringsrenten allerede høyere enn forventet i september, og renten forventes ytterligere hevet til rundt 2,5 % i desember i år.

Markedets forventninger til amerikansk styringsrente



Kilde: Bloomberg

Konsekvensene av endringen i pengepolitikken tar ifølge erfaring tid for å materialisere seg i realøkonomien. Ønsket konsekvens for Fed er å legge en demper på etterspørselen slik at inflasjonen skal bli mer kontrollert, men uten at det skal gå ut over sysselsettingen.

Konsekvensene i markedene har vært noe fall i aksjeverdiene generelt. Når styringsrenten går opp gir dette gjerne en høyere neddiskonteringsrente som reduserer verdien av aksjemarkedet. Denne konsekvensen har vært moderat, på grunn av forventningene om videre økonomisk vekst og tilhørende inntjeningsvekst.

Videre konsekvenser for absoluttavkastning for det brede aksjemarkedet vil avhenge av hvorvidt markedsaktørene er enige med Feds vurdering at den økonomiske veksten vil tåle høyere renter. Uavhengig av dette, tror vi fremdeles at langsiktig investering i kvalitetsselskaper lønner seg i det lange løp, hvilket det historisk også har gjort.

Kommentarer til markedsavkastningen

Den brede verdensindeksen for aksjer, MSCI ACWI, har falt 5,6 % hittil i år per 31. mars, målt i NOK. Tilsvarende indeks valutasekret til NOK har falt 4,7 %, mens Oslo Børs Fondsindeks har steget 1,5 % i samme periode.

Målt i USD per 31. mars var Oljeprisen Brent Blend 107,91. Den har steget 38,7 % hittil i år og holder seg på nivået over USD 100 som i perioden før oljeprisfallet i 2014.

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 skiftet om lag ved nyttår. Fra å føre en svært ekspansiv pengepolitikk, har nå de store sentralbankene gått over i en ny fase. I mars har denne fasen skutt fart, og det løpende spørsmålet er hvor fort pengepolitikken vil normaliseres, jamfør diskusjonen på forrige side.

Forventningene til høyere amerikansk styringsrente har gitt sterk oppgang i løpende renteavkastning for toårige statsobligasjoner, sterkere enn oppgangen i løpende renteavkastning for tiårige statsobligasjoner. Differansen mellom disse to er en klassisk indikator for markedet. Tanken er at om løpende renteavkastning er høyere for obligasjoner med kortere løpetid, vil investorer i mindre grad investere med lang horisont. Dette kan legge demper på veksten. **Figuren** til høyre illustrerer dette. Grafen viser den nevnte differansen og amerikanske resesjoner. Federal Reserve mener på sin side at den amerikanske økonomien vil tåle renteoppgangen, slik at USA denne gangen vil oppnå en myk landing.

Den europeiske sentralbanken går ikke så fort fram som den amerikanske. Med usikkerhet rundt eksport og sitt interne eiendomsmarked er det for Kinas del heller forventet pengepolitiske lettelser.

Verdsettingen har falt, men er fremdeles høy. Lavere markedsverdier og økt inntjening samt økte frie kontantstrømmer, gjør at forholdstallene går ned. 1. kvartal er over, kvartalsrapporteringen er så vidt i gang, og utviklingen i inntjeningen og forventningene til denne vil være veldig viktig for videre markedsutvikling.

Konklusjon

Vi anbefaler som tidligere å være langsiktig investert i gode selskaper i tråd med vår kvalitetsorienterte investeringsfilosofi.

Taktisk allokering vurderer vi slik: Sentralbanklikviditeten forventes å normalisere seg. Det er fortsatt høy inflasjon med tilhørende forventninger til renteoppgang, samtidig med mer usikker økonomisk vekst.

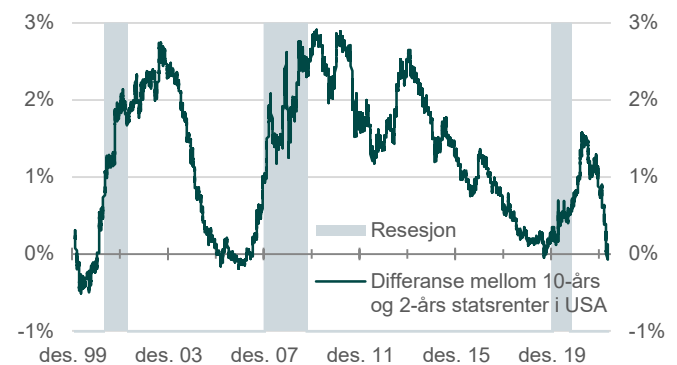
Det har i perioden vært et naturlig fokus på gasspriser, og referanseprisen Natural Gas Dutch TTF har steget 86,4 % hittil i år, per 31. mars, målt i EUR.

Stilindeksen for kvalitet har falt 8,6 % hittil i år per 31. mars, mens verdiindeksen kun har falt 1,2 % i samme periode, begge målt i NOK.

Sentimentet har vært negativt, men brede indekser begynner nå å komme tilbake over sine glidende gjennomsnitt.

Sentimentet er også preget av konsensus blant markedsanalytikerne. Det har vært tre tydelige stadier i dette sentimentet i år. Like etter nyttår var sentimentet preget av mindre ekspansiv pengepolitikk. Etter invasjonen i Ukraina dominerte geopolitisk risiko sentimentet blant næringslivsledere, ifølge marsutgaven av McKinsey Global Survey on economic conditions. Samme spørreundersøkelse avdekket at volatile energipriser og inflasjon generelt også var ansett som viktige realøkonomiske risikofaktorer i mars. BCA Research hevder at sentimentet nå i april er preget av forventninger til en kontrollert normalisering av pengepolitikken og en myk landing av innværende konjunktursyklus.

Rentekurven i USA har flatet ut



Kilde: Bloomberg

Verdsettingen er generelt høy, men mer avdempet etter markedsfallet. Sentimentet er mer positivt igjen og preget av forventninger til kontrollert normalisering og myk landing i realøkonomien. Vi vurderer allokeringen fortløpende. Vi er i sum mellom strategisk vekt og svakt undervektet i aksjer og tar ingen nye, taktiske posisjoner.

Relevante markedsindikatorer per 31. mars 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 %	0,1 %	0,5 %	3,5 %	6,4 %	1,67 %
NBP obligasjoner, høy kredittverdighet (RM123D3)	-1,4 %	-2,5 %	-2,5 %	-2,5 %	3,0 %	6,8 %	3,17 %
NBP høyrenteobligasjoner (HYNK)	1,4 %	0,6 %	0,6 %	5,7 %	13,4 %	27,0 %	7,15 %
Bloomberg Global Aggregate Hedged NOK	-2,1 %	-4,8 %	-4,8 %	-3,7 %	3,2 %	8,3 %	2,15 %
Bloomberg Global High Yield Hedged NOK	-0,6 %	-5,1 %	-5,1 %	-2,6 %	4,9 %	11,5 %	6,49 %
Oslo Børs Fondsindeks	3,2 %	1,5 %	1,5 %	13,6 %	44,8 %	78,8 %	1 219,41
Oslo Børs Hovedindeks	4,9 %	5,0 %	5,0 %	19,1 %	46,1 %	83,4 %	1 261,35
Oslo Børs Small Cap Index	6,6 %	-1,0 %	-1,0 %	6,9 %	42,0 %	41,9 %	881,20
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	3,3 %	3,3 %	3,3 %	39,7 %	94,3 %	157,2 %	3 691,07
VINX Benchmark Cap	2,6 %	-12,2 %	-12,2 %	4,3 %	54,6 %	76,8 %	--
MSCI ACWI	2,0 %	-5,6 %	-5,6 %	10,3 %	50,0 %	77,4 %	--
MSCI ACWI Hedged NOK	2,4 %	-4,7 %	-4,7 %	8,3 %	--	--	--
MSCI World	2,6 %	-5,4 %	-5,4 %	13,2 %	54,9 %	83,7 %	--
MSCI World Hedged NOK	3,0 %	-4,7 %	-4,7 %	14,6 %	--	--	--
MSCI Emerging Markets	-2,4 %	-7,2 %	-7,2 %	-8,9 %	17,8 %	36,7 %	--
MSCI Frontier Markets	-0,3 %	-8,1 %	-8,1 %	12,5 %	25,9 %	36,6 %	--
MSCI Europe (EMEA)	-0,3 %	-7,6 %	-7,6 %	6,4 %	29,2 %	42,9 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	-11,5 %	-23,6 %	-23,6 %	-8,4 %	0,4 %	12,4 %	--
MSCI North America	3,4 %	-5,1 %	-5,1 %	17,2 %	68,9 %	107,6 %	--
MSCI Emerging Latin America	12,9 %	26,9 %	26,9 %	27,0 %	11,9 %	25,0 %	--
MSCI AC Asia Pacific ex Japan	-0,8 %	-5,9 %	-5,9 %	-8,3 %	22,2 %	42,8 %	--
MSCI Japan	-0,7 %	-6,9 %	-6,9 %	-3,8 %	24,3 %	37,5 %	--
MSCI ACWI Communication Services	-0,3 %	-10,8 %	-10,8 %	-4,8 %	39,6 %	46,2 %	--
MSCI ACWI Consumer Discretionary	1,0 %	-11,6 %	-11,6 %	-2,9 %	51,9 %	83,6 %	--
MSCI ACWI Consumer Staples	-0,4 %	-4,3 %	-4,3 %	10,5 %	28,4 %	41,2 %	--
MSCI ACWI Energy	5,0 %	20,8 %	20,8 %	44,0 %	18,6 %	30,9 %	--
MSCI ACWI Financials	0,7 %	-0,7 %	-0,7 %	14,3 %	38,3 %	49,1 %	--
MSCI ACWI Health Care	4,4 %	-4,0 %	-4,0 %	15,7 %	50,3 %	83,7 %	--
MSCI ACWI Industrials	1,9 %	-6,3 %	-6,3 %	4,4 %	37,6 %	57,1 %	--
MSCI ACWI Information Technology	2,1 %	-10,5 %	-10,5 %	15,4 %	109,7 %	195,4 %	--
MSCI ACWI Materials	3,9 %	2,5 %	2,5 %	14,0 %	57,2 %	77,1 %	--
MSCI ACWI Real Estate	3,9 %	-5,8 %	-5,8 %	12,6 %	17,6 %	41,9 %	--
MSCI ACWI Utilities	4,7 %	0,9 %	0,9 %	13,8 %	30,3 %	54,8 %	--
USDNOK	-0,2 %	-0,3 %	-0,3 %	2,8 %	1,9 %	2,3 %	8,80
EURNOK	-1,6 %	-2,9 %	-2,9 %	-3,0 %	0,5 %	6,2 %	9,73
GBPNOK	-2,2 %	-3,1 %	-3,1 %	-1,8 %	2,8 %	7,1 %	11,56
SEKNOK	0,4 %	-3,9 %	-3,9 %	-4,5 %	0,8 %	-2,3 %	0,94
Bloomberg Commodity	8,6 %	25,5 %	25,5 %	49,3 %	56,6 %	53,9 %	--
Bloomberg Agriculture and Livestock	3,7 %	17,7 %	17,7 %	35,4 %	63,1 %	36,5 %	--
Bloomberg Industrial Metal	12,1 %	22,7 %	22,7 %	48,8 %	76,4 %	92,7 %	--
Brent Crude (ICE)	6,9 %	38,7 %	38,7 %	69,8 %	57,8 %	104,3 %	107,91
Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	-5,0 %	17,1 %	17,1 %	34,6 %	23,2 %	31,0 %	83,53
Gull spot	2,4 %	6,3 %	6,3 %	13,6 %	50,5 %	55,7 %	1 944,45
Aluminium spot	2,7 %	24,0 %	24,0 %	59,1 %	83,9 %	78,3 %	3 480,61
Kobber spot	4,5 %	6,4 %	6,4 %	18,0 %	59,8 %	78,3 %	10 367,51

Alle avkastningstall er i NOK uten valutasingning, 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.