

Inflasjonsforventningene har passert en topp

Oslo, 7. juni 2022

En refleksjon

“US financial conditions have tightened by enough that the Fed no longer needs to talk up interest rate expectations.”

Global Investment Strategy, 27. mai, BCA Research

Mindre press for sterk renteoppgang hos Federal Reserve

Inflasjonen har vært sterk her hjemme, men i enda større grad i USA og EU. Blant hovedårsakene er høyere energipriser, men inflasjonen kommer også av alminnelig syklisk oppgang, ekspansiv finanspolitikk, tilbudssideproblemer for leveranser av deler til vareproduksjonen etter koronapandemien, og til sist konsekvensene av den tragiske krigen i Ukraina. Forventningene til langsiktig inflasjon i USA har dog moderert seg noe i retning av inflasjonsmålet. Selv om pengepolitikken fortsatt vil gå i retning av normalisering, vil dette kunne lette presset for at rentene må settes ekstra høyt, høyere enn forventet langsiktig nivå, for å temme inflasjonen.

Bakgrunnen er at sentralbankene har som et mål å opprettholde moderat inflasjon. Derfor har den styrkede inflasjonen utløst rentehevinger hos den amerikanske sentralbanken Federal Reserve (Fed). Den europeiske sentralbanken (ESB) har gitt indikasjoner om at det samme vil skje hos ESB i juli. Den kinesiske sentralbanken har behov for ekspansiv politikk, da Kina strever med konsekvensene av de sterke nedstengningene i Shanghai etter nye utbrudd av Covid-19. Samlet sett går verdens sentralbanker i retning av normalisering av pengepolitikken.

Spørsmålet har likevel vært hvor fort pengepolitikken vil normaliseres og hvordan veien dit vil bli. Ikke bare realisert, men også langsiktig forventet inflasjon har steget kraftig. Selv om ingen trodde at den siste tids svært sterke inflasjon skulle vedvare, var forventningen at langsiktig inflasjon i USA ville ligge godt over sentralbankens målsetning. Dette la ekstra press på Fed sine rentejusteringer. Feds beslutningstakere trodde selv at de ville trenge rentenivå over antatt langsiktig nivå, for å få bukt med inflasjonen.

Kommentarer til markedsavkastningen

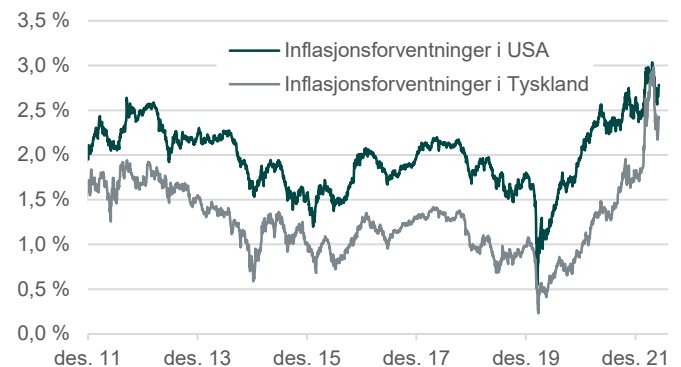
Den brede verdensindeksen for aksjer, MSCI ACWI, har falt 7,4 % hittil i år per 31. mai, målt i NOK. Tilsvarende indeks valutasikret til NOK har falt 11,6 %, mens Oslo Børs Fondsindeks har steget 2,1 % i samme periode. Mai var en volatil måned, men måneden under ett gav om lag nullavkastning for globale aksjer, mens norske aksjer var opp.

Målt i USD per 31. mai var Oljeprisen Brent Blend 122,8. Den har steget 57,9 % hittil i år og holder seg foreløpig på nivået

Med noe modererte inflasjonsforventninger, som også framgår av grafen under, vil renteutviklingen kunne bli noe moderert. Det betyr ikke at Fed nødvendigvis må avstå fra 50 basispunkter renteheving i de to neste møtene, men at tonen i videre kommunikasjon blir noe mildere.

BCA Research skriver i sin Global Investment Strategy av 27. mai at finansielle rammevilkår i USA har strammet seg tilstrekkelig til at Fed ikke vil ha behov for å fortelle at det trengs ytterligere innstramminger enn det markedet allerede forventer. De hevder også at forbedret tilbudsside samtidig vil bidra til videre realøkonomisk vekst.

Langsiktige inflasjonsforventninger i USA og Tyskland



Kilde: Bloomberg, 06.06.22

Med lavere frykt for ytterligere innstrammingsoverraskelser, kan risikoaktiva igjen få positiv avkastning.

over USD 100 som i perioden før oljeprisfallet i 2014. Dette har naturligvis bidratt til god avkastning på Oslo Børs.

Råvarer har generelt steget kraftig i pris. Bloomberg Commodity Index, som er en bred samleindeks for råvarer, har steget 32,7 % hittil i år per 31. mai, målt i USD.

Verdifallet i obligasjoner høy kredittverdighet har vært markant. Norske kredittobligasjoner, målt ved NBP RM123D3,

har falt 2,4 % hittil i år, målt i NOK. Også for denne indeksen ble det om lag nullavkastning i mai. Bloomberg Global Aggregate har falt 7,7 % i tilsvarende periode og valuta. Forskjellen mellom norske og globale obligasjoner med høy kredittverdighet kan for en stor del tilskrives at de globale obligasjonene hadde en rentedurasjon på 7,5 ved nyttår, mens den norske indeksen hadde en rentedurasjon på rundt 3.

Norske høyrenteobligasjoner, målt ved NBP HYNK, har steget 1,5 % hittil i år. Bloomberg Global High Yield har derimot falt 8,9 %, begge valutasikret til NOK. For den globale indeksen er

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. Nå er det etablert en vei og forventning i retning av normalisering av pengepolitikken. Selv om inflasjonen kan være forbigående ekstra høy, har langsiktig inflasjonsforventninger styrket seg nok til at pengepolitikken er berettiget. Inflasjonsforventningene har dog passert en topp, og sannsynligheten for negative overraskelser i pengepolitikken har derfor blitt mindre.

Verdipapirkjøpene i programmene for kvantitative lettelse er over i USA, og Fed har så smått begynt å la størrelsen på sentralbankbalansen avta. Den europeiske sentralbanken planlegger å avslutte verdipapirkjøpene i tredje kvartal. Den japanske sentralbanken fortsetter med nødvendig verdipapirkjøp for å holde løpende renteavkastning for 10-årige statsobligasjoner nær null.

Generelt ser vi at risikoen for negative overraskelser ved strammere pengepolitikk har avtatt. Dette bidrar til beslutningen om oppvekting til nøytral, strategisk vekt i aksjer.

Verdsettingen har falt ved at markedsverdiene i gjennomsnitt falt betydelig mer enn rullerende siste 12 måneders rapportert inntjening og kontantstrømmer. Verdsettingen er ikke direkte lav, men den er generelt lavere enn under koronakrisen. Dette tilskrives generelt renteoppgangen som har hevet neddiskonteringsrenten.

Figuren til høyre viser verdsettingen målt mot henholdsvis siste 12 måneders realiserende inntjening og neste 12 måneders forventede inntjening. Usikkerheten for verdsettingen ligger i

Konklusjon

Vi anbefaler som tidligere å være langsiktig investert i gode selskaper i tråd med vår kvalitetsorienterte investeringsfilosofi. Taktisk allokering vurderer vi slik:

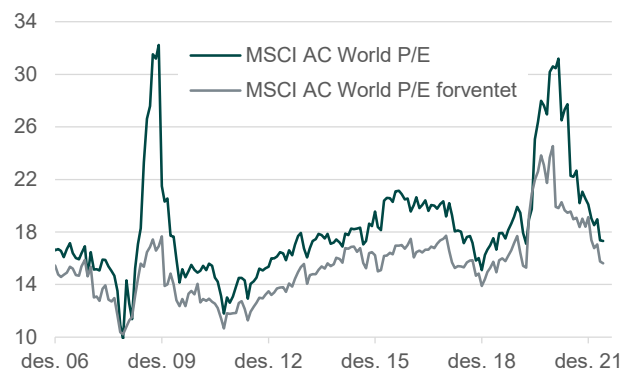
Sentralbanklikviditeten forventes å normalisere seg. Inflasjonen og langsiktige inflasjonsforventninger er over en topp. Dette reduserer sannsynligheten for negative overraskelser i pengepolitikken.

durasjonen betraktelig høyere for den globale indeksen med 4,2 versus 1,0 for den norske indeksen. Sektor-sammensetningen i det norske høyrentemarkedet har også dempet innvirkningen på avkastningen.

MSCI ACWI finnes også inndelt etter investeringsstil. Stilindeksen for kvalitet har falt 12,6 % hittil i år per 31. mai, mens verdiindeksen har steget 1,9 % i samme periode, begge målt i NOK. Stilindeksen for vekstaksjer har falt 16,5 % i samme periode og valuta.

utviklingen i underliggende inntjening og kontantstrøm. OECD sine ledende indikatorer viser forventning om avmatning i realøkonomisk vekst. Spørsmålet blir derfor om dette vil gi svekket inntjening.

Verdsettingen er lavere



Kilde: Bloomberg, 31.05.22

Sentimentet er negativt, ved at store markeder har indeksverdier godt under glidende gjennomsnitt. I Norge er dette sentimentet positivt, jmfør kommentarene i forrige del.

Sentimentet blant investorer er også negativt. American Association of Individual Investors har sjelden hatt så stor andel av negative svar på sin spørreundersøkelse om markedsutviklingen neste seks måneder. Dette kan også tolkes kontrært, som en mulighet til å investere, mens andre er negative.

Verdsettingen er lavere, blant annet som et resultat av økt neddiskonteringsrate. Utviklingen for inntjening og kontantstrømmer er en avgjørende faktor for videre utvikling på kort til mellomlang sikt.

Sentimentet er negativt, og en stor andel av investorer har negativt syn på markedet på kort til mellomlang sikt. Dette kan også tolkes kontrært som en mulighet. Vi vektet opp aktivklasser for aksjer til nøytralt nivå med strategiske vekter.

Relevante markedsindikatorer per 31. mai 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 %	0,2 %	0,3 %	0,5 %	3,4 %	6,3 %	1,68 %
NBP obligasjoner, høy kredittverdighet (RM123D3)	-0,1 %	-1,3 %	-2,4 %	-2,8 %	2,8 %	6,2 %	3,35 %
NBP høyrenteobligasjoner (HYNK)	-0,2 %	2,3 %	1,5 %	5,0 %	13,0 %	25,1 %	7,41 %
Bloomberg Global Aggregate Hedged NOK	-0,1 %	-5,0 %	-7,7 %	-7,0 %	-1,1 %	3,9 %	2,59 %
Bloomberg Global High Yield Hedged NOK	-0,4 %	-4,7 %	-8,9 %	-8,5 %	0,8 %	4,7 %	7,59 %
Oslo Børs Fondsindeks	2,2 %	3,8 %	2,1 %	9,4 %	46,7 %	75,3 %	1 226,90
Oslo Børs Hovedindeks	3,8 %	7,1 %	7,2 %	16,3 %	51,1 %	81,2 %	1 287,39
Oslo Børs Small Cap Index	6,5 %	10,1 %	2,2 %	6,6 %	45,6 %	44,8 %	909,81
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	-3,2 %	-5,2 %	-5,2 %	19,9 %	70,1 %	130,0 %	3 386,57
VINX Benchmark Cap	-0,2 %	1,8 %	-13,0 %	-3,6 %	57,5 %	61,8 %	--
MSCI ACWI	-0,1 %	0,1 %	-7,4 %	4,9 %	49,2 %	70,9 %	--
MSCI ACWI Hedged NOK	-0,2 %	-4,9 %	-11,6 %	-4,0 %	--	--	--
MSCI World	-0,1 %	0,3 %	-7,5 %	7,1 %	53,0 %	76,6 %	--
MSCI World Hedged NOK	-0,4 %	1,4 %	-6,2 %	10,4 %	--	--	--
MSCI Emerging Markets	0,3 %	-1,4 %	-6,2 %	-9,8 %	23,9 %	33,8 %	--
MSCI Frontier Markets	-6,5 %	-3,2 %	-10,8 %	0,9 %	17,6 %	28,1 %	--
MSCI Europe (EMEA)	0,6 %	0,9 %	-6,5 %	1,6 %	31,6 %	35,8 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	-6,4 %	-10,6 %	-22,9 %	-12,8 %	-2,3 %	13,2 %	--
MSCI North America	-0,4 %	0,1 %	-8,2 %	9,8 %	65,3 %	100,6 %	--
MSCI Emerging Latin America	8,0 %	13,2 %	27,3 %	16,9 %	12,5 %	30,8 %	--
MSCI AC Asia Pacific ex Japan	0,0 %	0,3 %	-4,9 %	-8,7 %	28,6 %	41,1 %	--
MSCI Japan	1,4 %	-1,9 %	-8,0 %	-2,4 %	24,2 %	33,0 %	--
MSCI ACWI Communication Services	0,7 %	-6,1 %	-16,1 %	-13,2 %	30,9 %	37,0 %	--
MSCI ACWI Consumer Discretionary	-3,1 %	-7,0 %	-18,6 %	-11,0 %	42,5 %	64,0 %	--
MSCI ACWI Consumer Staples	-3,6 %	3,0 %	-1,0 %	10,6 %	32,6 %	39,9 %	--
MSCI ACWI Energy	11,8 %	23,7 %	42,4 %	64,5 %	48,4 %	62,8 %	--
MSCI ACWI Financials	1,9 %	0,4 %	-1,0 %	6,5 %	36,0 %	50,0 %	--
MSCI ACWI Health Care	0,2 %	6,3 %	-2,3 %	13,9 %	58,8 %	83,3 %	--
MSCI ACWI Industrials	-0,6 %	-0,6 %	-8,6 %	-1,3 %	35,6 %	48,9 %	--
MSCI ACWI Information Technology	-1,2 %	-4,9 %	-16,7 %	5,9 %	98,5 %	160,1 %	--
MSCI ACWI Materials	0,3 %	4,5 %	3,1 %	6,9 %	65,0 %	80,0 %	--
MSCI ACWI Real Estate	-4,0 %	2,4 %	-7,1 %	6,6 %	16,5 %	37,7 %	--
MSCI ACWI Utilities	2,5 %	11,0 %	7,0 %	20,9 %	38,0 %	57,9 %	--
USDNOK	-0,2 %	6,4 %	6,3 %	12,6 %	7,0 %	11,1 %	9,37
EURNOK	1,7 %	1,8 %	0,4 %	-1,2 %	2,8 %	6,0 %	10,06
GBPNOK	0,0 %	-0,1 %	-1,1 %	-0,2 %	6,7 %	8,6 %	11,81
SEKNOK	0,8 %	3,5 %	-1,0 %	-3,9 %	4,6 %	-0,8 %	0,96
Bloomberg Commodity	1,5 %	14,9 %	32,7 %	41,9 %	72,0 %	67,4 %	--
Bloomberg Agriculture and Livestock	-1,9 %	5,6 %	19,9 %	24,3 %	63,1 %	39,7 %	--
Bloomberg Industrial Metal	-6,5 %	-1,8 %	7,6 %	15,4 %	70,1 %	76,7 %	--
Brent Crude (ICE)	12,3 %	21,6 %	57,9 %	77,2 %	90,5 %	144,2 %	122,84
Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	-6,3 %	5,4 %	30,0 %	45,9 %	51,2 %	28,5 %	92,71
Gull spot	-2,7 %	-2,8 %	0,9 %	-3,2 %	41,4 %	45,4 %	1 845,97
Aluminium spot	-9,1 %	-18,6 %	-1,7 %	12,2 %	55,5 %	43,2 %	2 757,75
Kobber spot	-3,3 %	-4,8 %	-3,0 %	-7,8 %	62,7 %	66,9 %	9 445,50

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 aktivaklasser, 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.