

## Høy inflasjon forventes å falle

Oslo, 8. februar 2023

### En refleksjon

“About 84 percent of countries are expected to have lower headline (consumer price index) inflation in 2023 than in 2022. Global inflation is set to fall from 8.8 percent in 2022 (annual average) to 6.6 percent in 2023 and 4.3 percent in 2024.”

International Monetary Fund World Economic Outlook, Update January 2023

## Det internasjonale pengefondet forventer at også kjerneinflasjonen svekkes

Det internasjonale pengefondet (IMF) kom 30. januar med en kortfattet [oppdatering](#) av sin vurdering av global økonomisk utvikling. Med fallet i energipriser anser de toppen som nådd i tredje kvartal 2022 med hensyn til bred, global konsumprisinflasjon. Figuren til høyre viser historisk inflasjon, estimert inflasjon for 2022 og forventet inflasjon for 2023 og 2024 i USA, eurosonen og totalt for verden.

IMF ser tegn til at mer kontraktiv pengepolitikk legger demper på inflasjonen, men ser likevel ikke for seg at innstrammingene vil ha fullt trykk før i 2024.

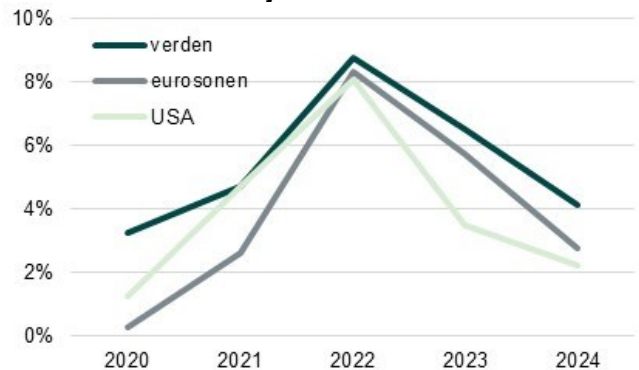
Kjerneinflasjonen, som for IMF omfatter både varer og tjenester, og utelater mat og energi, har i motsetning til den brede konsumprisinflasjonen ennå ikke passert toppen. Mens konsumprisinflasjon har falt tilbake med fallende energipriser, spesielt i USA og eurosonen, har kjerneinflasjonen festet seg på det høye nivået. Det er en versjon av dette inflasjonsmålet, kalt Core Personal Consumption Expenditure, som Federal Reserve ofte legger vekt på i sin pengepolitikk.

USA rapporterte 3,4 % arbeidsledighet i sin sysselsettingsrapport for januar 2023, som er det laveste siden 1969. Lav arbeidsledighet med robust lønnsvekst, vedvarende høyt konsum og kostnadssjokk har vært bidragsyttere til at kjerneinflasjonen holder seg. Sentralbankene har på bakgrunn av stadig høy inflasjon signalisert villighet til å holde styringsrentene høye til inflasjonen er temmet, underforstått at de tillater høyere arbeidsledighet for å dempe lønnspresset.

Selv om IMF ser at kjerneinflasjonen er vedvarende høy, framgår det av refleksjonen over at inflasjonen forventes å falle (disinflasjon) i mange land i tiden som kommer. IMF argumenterer med fallende gasspriser ved større gasstilbud fra ikke-russiske rørledninger, varm europeisk vinter, samt forventet fall i etterspørsel etter andre råvarer utenom energi. IMF har også en nøktern forventning til økonomisk vekst, med

risikoen på nedsiden. I tillegg kommer den inflasjonsdempende effekten fra kontraktiv pengepolitikk.

### IMF forventer fall i inflasjon over tid



Kilde: Det internasjonale pengefondet

The Bank Credit Analyst fra BCA Research, som ble publisert 26. januar, har lignende forventninger til inflasjonen. De forventer lavere, men likevel høy inflasjon de neste 6 til 12 måneder og har et nøkternt makrosyn som tilsier lang durasjon som en taktisk posisjon i kapitalforvaltningen.

Alpine Macro sin siste Global Strategy, publisert 6. februar, ser positivt på utviklingen. De vektlegger at markedsaktører vil se gjennom inntjeningsfallet ved svakere realøkonomi og neddiskontere bedre tider som de forventer vil følge av fallende inflasjon og renter.

Refleksjonen innledningsvis gjenspeiler at IMF ikke forventer at dagens kontraktive pengepolitikk vil få full uttelling i realøkonomien og inflasjonen før 2024. På den annen side, vil da inflasjonen i USA og eurosonen kunne ha falt til et nivå ikke langt over de respektive sentralbankenes målsetning.

## Kommentarer til markedsavkastning hittil i år

Den brede verdensindeksen for aksjer, MSCI ACWI, steg med hele 9,2 % i årets første måned, målt i NOK. I samme periode

har MSCI ACWI Hedged NOK og Oslo Børs Fondsindeks steget henholdsvis 6,6 % og 3,0 %.

Sterkest stilavkastning hadde vekst og kvalitet med henholdsvis 11,6 % og 8,7 % avkastning målt i NOK.

Norske kredittobligasjoner, målt ved Nordic Bond Pricing NORM123D3, har steget 1,0 % hittil i år per 31. januar, målt i NOK. Løpende renteavkastning har falt fra 4,1 % ved nyttår til 3,9 % per 31. januar. Kredittpåslaget har falt fra 90 basispunkter ved nyttår til 85 basispunkter per 31. januar. Dette nivået er fremdeles blant de høyeste siden indeksens oppstart i 2014.

Norske høyrenteobligasjoner, målt ved Nordic Bond Pricing NOHYNH har steget 1,7 % hittil i år per 31. januar. Løpende renteavkastning har falt fra 9,3 % ved nyttår til 9,0 % i perioden. Kredittpåslaget har falt litt hittil i år per 31. januar.

Globale kredittobligasjoner høy kredittverdighet sikret til NOK, målt ved Bloomberg Global Aggregate Hedged NOK, har steget 2,2 % hittil i år per 31. januar. Løpende renteavkastning har falt fra 5,0 % per nyttår til 3,5 % per 31. januar. Hovedårsaken til den høyere avkastningen for globale obligasjoner ligger i dette tilfellet på den lengre rentedurasjonen.

Globale høyrenteobligasjoner sikret til NOK, målt ved Bloomberg Global High Yield Hedged NOK, har steget 3,8 % hittil i år per 31. januar. Løpende renteavkastning har falt fra 9,4 % ved nyttår til 8,6 % per 31. januar. Lengre durasjon og sterkere fall i kredittpåslagene gir sterkere avkastning for det globale enn det norske høyrentemarkedet.

## Likviditet, verdsetting og sentiment

De tre faktorene i overskriften er viktige for vårt markedssyn.

### Likviditet

Med fortsatt høy inflasjon, som beskrevet på forrige side, vil pengepolitikken fortsatt være stram. Med IMF's forventninger til fallende inflasjon, vil også pengepolitikken modereres.

Federal Reserve sin styringsrente ligger nå på 4,75 %. Deres egen forventning er at inflasjonen vil være nær målsetningen i 2024-2025 og at styringsrenten fram til da vil være over 2,5 %, som er en langsiktig forventning.

Den europeiske sentralbanken løftet styringsrenten til 3,0 %. Begge disse sentralbankene fortsetter å redusere balansen.

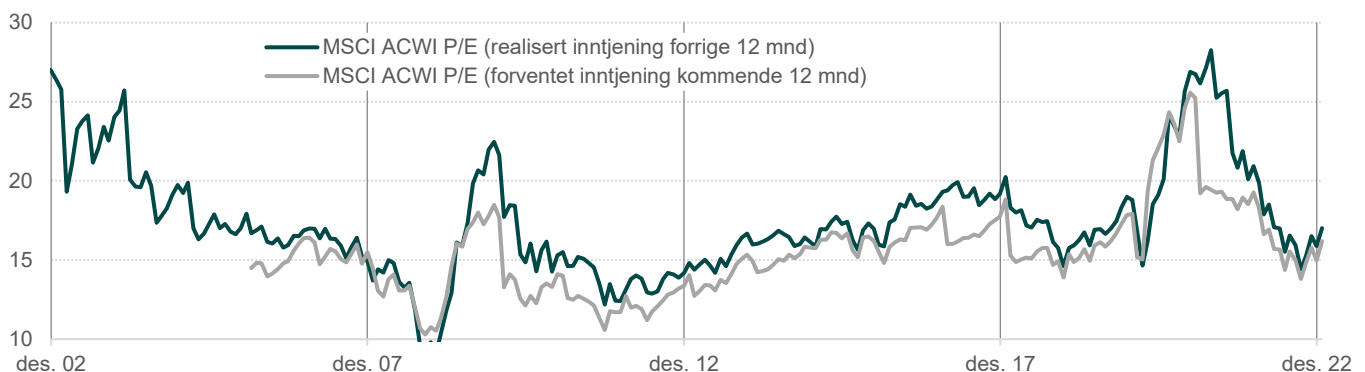
### Verdsetting

Verdsettingen er det siste året blitt redusert ved at inntjeningen kom tilbake etter korona-pandemien og med fallende aksjekurser i 2022. Det er mange mål på verdsettingen av aksjemarkedet. Figuren under viser verdsetting mot henholdsvis realisert og forventet inntjening for MSCI ACWI. Begge har falt tilbake til mer normale nivåer. Verdsettingen kan også reflektere usikkerhet rundt den ellers stabile inntjeningen.

### Sentimentet

Sentimentet har vært svært skiftende i det volatile markedet i fjor, men etter opturen i januar er det positivt for brede aksjeindekser for USA og Europa.

### Verdsetting målt mot realisert og forventet inntjening rundt langsiktig nivå



Kilde: Industrifinans, Bloomberg

## Konklusjon

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

Det virker klart at mange sentralbanker prioriterer å temme inflasjonen framfor å opprettholde økonomisk vekst.

Verdsettingen er rundt langsiktig nivå, gitt at inntjeningen holder seg stabil i det globale aksjemarkedet. Realøkonomien gir usikkerhet for utviklingen i inntjeningen.

Sentimentet vurderes nå som klart mer positivt. Vi gjør ingen taktiske endringer.

## Relevante markedsindikatorer per 31. januar 2022

Avkastningsperiode, ikke annualisert	1 mnd	3 mnd	Hittil i år	12 mnd	3 år	5 år	Yield	Kurs
<b>Norske renteindekser</b>								
NOGOVD3M	0.27%	0.73%	0.27%	1.49%	2.18%	3.87%	2.89%	
NOHYNH	1.71%	4.79%	1.71%	6.36%	15.78%	26.51%	9.04%	
NOLIQSTD	0.42%	1.27%	0.42%	1.98%	3.89%	7.28%	3.78%	
NORM123D3	0.99%	3.77%	0.99%	-0.48%	2.11%	6.91%	3.89%	
<b>Globale renteindekser</b>								
Bl. Global Agg. H. NOK	2.20%	3.29%	2.20%	-8.83%	-8.45%	1.01%		
Bl. Global HY H. NOK	3.77%	7.89%	3.77%	-7.29%	-5.11%	1.36%		
<b>Norske aksjeindekser</b>								
OSEBX	0.54%	1.70%	0.54%	1.75%	30.82%	47.40%		1195.4
OSEEX	-0.95%	7.22%	-0.95%	-9.24%	48.00%	90.67%		3302.3
OSEFX	3.01%	5.63%	3.01%	-1.25%	26.67%	46.35%		1149.7
OSESX	4.81%	8.85%	4.81%	8.94%	37.81%	38.07%		915.8
<b>Nordiske aksjeindekser</b>								
VINX BM Cap NOK NI	5.61%	12.58%	5.61%	1.17%	37.66%	67.98%		
VINX Real Estate NOK NI	10.79%	19.97%	10.79%	-27.79%	-12.40%	54.22%		
<b>Globale aksjeindekser regioner</b>								
MSCI ACWI NR	9.20%	6.50%	9.20%	3.31%	32.38%	69.45%		
MSCI ACWI NR NOK Hedged	6.56%	7.63%	6.56%	-8.39%	16.55%			
MSCI Developed Europe (EMEA)	10.74%	16.19%	10.74%	8.62%	26.02%	46.43%		
MSCI Developed North America	8.69%	1.61%	8.69%	1.96%	41.17%	96.94%		
MSCI Emerging Europe (EMEA)	3.32%	-5.95%	3.32%	-27.38%	-15.93%	-2.43%		
MSCI Emerging Latin America NR	11.96%	1.70%	11.96%	25.15%	9.07%	19.06%		
MSCI Frontier Markets NR	6.49%	3.98%	6.49%	-10.41%	1.57%	12.90%		
MSCI Japan NR	8.23%	12.14%	8.23%	4.73%	13.49%	32.99%		
MSCI World NR	9.11%	5.28%	9.11%	3.92%	35.21%	77.37%		
MSCI World NR NOK Hedged	6.57%	6.67%	6.57%	-8.06%	18.66%			
<b>Globale aksjeindekser sektorer</b>								
MSCI ACWI Communication Services	15.26%	12.29%	15.26%	-13.51%	8.28%	40.68%		
MSCI ACWI Consumer Discretionary	16.28%	9.23%	16.28%	-4.92%	27.35%	63.41%		
MSCI ACWI Consumer Staples	3.26%	3.24%	3.26%	9.80%	23.92%	57.57%		
MSCI ACWI Energy	4.94%	-1.34%	4.94%	36.17%	58.88%	62.10%		
MSCI ACWI Financials	9.96%	9.91%	9.96%	7.83%	30.70%	46.28%		
MSCI ACWI Health Care	1.45%	-0.02%	1.45%	13.56%	38.94%	92.76%		
MSCI ACWI Industrials	7.74%	8.61%	7.74%	10.54%	30.35%	57.39%		
MSCI ACWI Information Technology	12.55%	4.84%	12.55%	-6.89%	49.27%	134.89%		
MSCI ACWI Materials	12.02%	17.12%	12.02%	13.29%	55.23%	67.39%		
MSCI ACWI Real Estate	11.04%	11.11%	11.04%	-1.83%	3.05%	37.20%		
MSCI ACWI Utilities	1.73%	3.35%	1.73%	10.15%	12.69%	73.65%		
<b>Globale aksjeindekser stiler</b>								
MSCI ACWI Growth	11.63%	6.95%	11.63%	-3.94%	31.35%	81.42%		
MSCI ACWI Minimum Volatility	3.66%	1.72%	3.66%	7.75%	14.33%	59.45%		
MSCI ACWI Momentum	3.16%	0.22%	3.16%	-0.05%	24.17%	70.18%		
MSCI ACWI Quality	8.73%	6.74%	8.73%	-1.45%	34.47%	91.02%		
MSCI ACWI Value	6.93%	6.07%	6.93%	10.27%	30.01%	53.73%		
<b>Valuta</b>								
EURNOK	3.36%	5.53%	3.36%	8.46%	6.29%	13.23%		10.8
GBPNOK	3.69%	3.20%	3.69%	2.83%	1.23%	12.30%		12.3
SEKNOK	1.49%	1.32%	1.49%	0.00%	-0.11%	-2.41%		95.5
USDNOK	1.90%	-4.00%	1.90%	12.29%	8.59%	29.47%		10.0
<b>Andre indekser</b>								
Dow Jones	4.88%	0.60%	4.88%	11.13%	39.36%	88.22%		
FTSE EPRA/NAREIT	11.05%	8.55%	11.05%	-2.74%	0.83%	39.48%		
Hang Seng	11.87%	43.23%	11.87%	5.82%	-2.22%	0.85%		
LBMA Gold Price	6.07%	17.38%	6.07%	7.17%	21.44%	43.04%		1923.9
MSCI ACWI Commodity NR	5.70%	10.24%	5.70%	18.76%	57.43%	36.72%		
NASDAQ 100	12.77%	2.21%	12.77%	-8.28%	49.73%	136.05%		
S&P 500	8.30%	1.63%	8.30%	2.95%	44.06%	104.21%		
S&P Goldman Sachs Commodity	1.23%	-8.64%	1.23%	9.10%	69.27%	71.87%		

Alle tall bortsett fra LBMA Gold Price er oppgitt i NOK eller sikret til NOK. Kilde er Bloomberg Data License, MSCI eller direkte fra administrator.

**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.