

INFLASJONEN STIGER – RENTENE SKAL VIDERE OPP

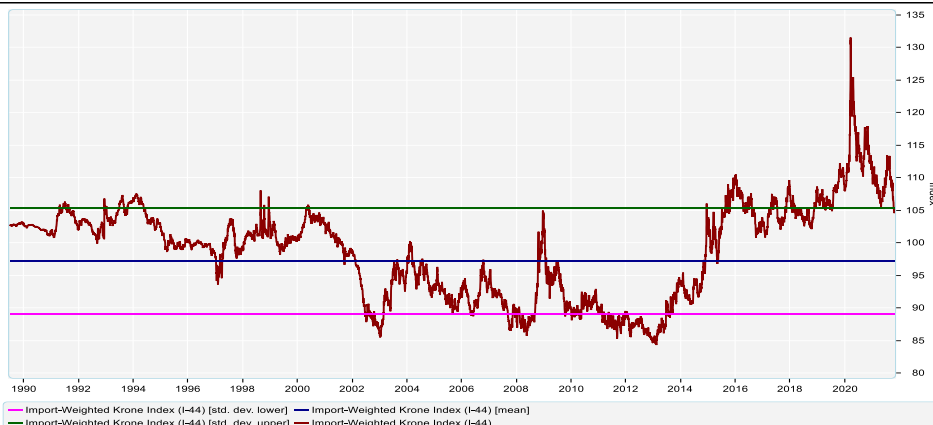
25. oktober 2021

Stadig flere bedrifter melder om «brutalt» inflasjonspress, både fra energi, råvarer, transport og lønninger. I Kina steg prisene fra fabrikker med over 10% bare i september, som følge av strømkrisen som har gitt hyppige nedstenging av produksjon, og høyere priser på alt fra energi, mat, mineraler og råvarer. Veksten i Kina bremser, og bedriftene opplever den laveste inntjening siden 2019. I USA satte S&P ny all-time high. Bedrifter setter opp prisene, og varsler høyt inflasjonspress også neste år. Problem med å få varer sendt rundt i verden har gjort at produsenter mangler viktige innsatsfaktorer, og prisene på alt fra dopapir og såpe til biler og hus stiger kraftig. Varer som tidligere ble sent på skip sendes nå med fly, til betydelig høyere pris. Problemer med forsyninger, høyere priser og mangel på arbeidskraft bidrar til å redusere veksten i USA. Bilprodusenter i Europa mangler både elektronikkdelene og kretskort, og magnesium, en kritisk komponent i aluminium. 95% av Europas import av magnesium er fra Kina. Trappes handelskonflikten mellom Kina og USA opp, vil priser fortsette å stige. Sentralbanksjef Powell uttalte fredag at inflasjonspresset er større enn ventet. Orkla varsler prisøkninger etter en 40% prisøkning på sukker, 60% på vegetabiliske oljer, og ti ganger prisøkning på transport fra Kina. Høye strømpriser gjennom vinteren kan gi høyt lønnsoppgjør neste år. Kommuner, og offentlige selskaper, som har mye av utgiftene knyttet til lønn, kan få økonomisk utfordring, og øke priser, avgifter og skatter, som igjen vil øke prisveksten.

Vi har lenge advart om betydelig risiko for at den høye prisveksten kan vedvarende fordi:

- Pengepolitikken er altfor stimulerende, realrentene er historisk ekstremt lave
- Endrede strukturer i demografi og arbeidsmarkedet øker lønninger
- Det grønne skiftet gir hopp i etterspørsel etter råvarer og mineraler
- Kinas vekst og overgang til grønnere økonomi bidrar til inflasjon
- Stormaktskonflikt endrer logistikk fra «Just-in-time» til «just in case»

Kombinasjonen av økt regulering og politisk press har redusert investeringer i råvarer, energi, olje og mineraler som er innsatsfaktorer i grønne løsninger. Investeringer i gruver, metallutvinning og «gammel» energi er fallende, noe som reduserer produksjon og gir økte priser. Kina har vært en storprodusent av metaller, stål og mineraler, delvis ved hjelp av kullkraftverk. Som del av deres mål om å bli karbonnøytral, og for å spare strøm, reduserer Kina produksjon i fabrikker jevnlig, noe som øker prisene på det de produserer. Kombinasjonen av kraftig offentlig pengebruk, grønne investeringskrav og reguleringer som hindrer utbygging av innsatsfaktorer og energi, øker prisen for det grønne skiftet. Norge er som eksportør av råvarer og energi et av få land som tjener på høye priser, og et av få land som har hevet renten og signalisert nye hevinger. Den norske kronen er blitt «populær» og har etablert en klar styrkende trend. Vi venter en videre sterk trend gjennom vinteren, om ikke vi får en aksjekorreksjon og «risk-off».

Kronen (I-44) kan styrke seg betydelig på høyere råvare- og oljepris

Elisabeth Holvik
Sjeføkonom
SpareBank 1 Gruppen
+47 95 12 64 61

elisabeth.holvik@sparebank1.no

www.sparebank1.no

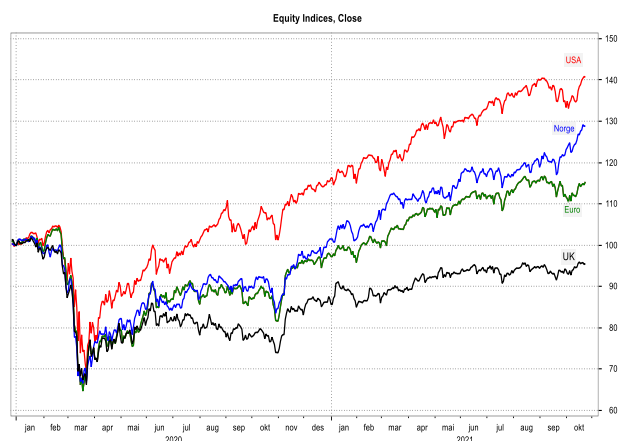
Aksjemarkedet fortsetter å stige tross stigende rente

Aksjemarkedet i USA har steget rundt 40% fra inngangen til 2020. Oppturen er drevet av ekstremt lave styringsrenter, massiv pengetrykking, kraftig stimulering over statsbudsjettet, inkludert store offentlig finansierte grønne prosjekter, og gjenåpning av økonomiene. Den største risiko nå er faren for inflasjon, og det meldes opp kraftig prisøkninger på alt fra råvarer, transport, energi og innsatsfaktorer som sjeldne mineraler og tekniske komponenter som kretskort. Kraftig økt etterspørsel bidrar til økt transportbehov, og priser for å få levert varer har økt kraftig. Mangel på kvalifisert arbeidskraft øker lønninger, og fører til nedstenginger og redusert produksjon rundt om i verden, blant annen på havner, der det mangler lossere, sjåførere mm. Stadig flere containerskip ligger for anker og venter på å komme til land. Blir inflasjonen og flaskehalsene for høye, vil veksten etter hvert bremse opp. I USA publiseres BNP for Q3 denne uken, og det ventes at årsveksten vil dempes til rundt 3,2% mot 6,7% årlig vekstrate i Q2. Aksjemarkedet er foreløpig ikke bekymret for inflasjonen, side selskaper kan velte økte kostnader over i økte priser. Priser ut fra fabrikker i Kina økte med vel 10% i september. Unilever, som produserer såper og mat, økte sine utsalgspriser med hele 4% i Q3, og de varslet at de forventer økt inflasjonspress i første halvår neste år. Så lenge lønninger stiger, og flere kommer i arbeid, vil ikke økte priser i vesentlig grad redusere salget, men risikoen er til stede for lavere inntjening de neste årene om ikke lønninger følger tritt med prisveksten. Enn så lenge har sentralbankene vært tydelige på at de ønsker høy inflasjon, med hovedmål å få folk raskt tilbake i arbeid. Sentralbanksjef Powell uttalte fredag at «*supply side constraints have gotten worse....The risk are clearly now to longer and more persistent bottlenecks, and thus to higher inflation*». Det betyr at sentralbanken i USA vil redusere obligasjon-kjøpene fra november av, og begynne å heve renten, trolig i første kvartal neste år.

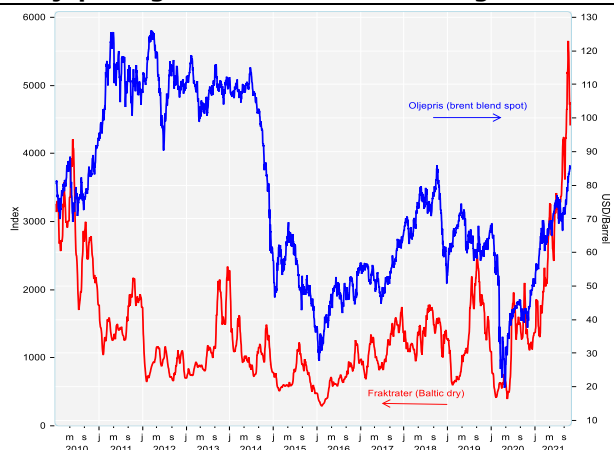
I UK uttalte sjeføkonom i sentralbanken at de ser for seg inflasjon på over 5% neste år. Markedet priser inn to renteøkninger i USA neste år, og en i UK. Renten på en 10 års amerikansk statsobligasjon har steget fra 0,9% ved inngangen til året til 1,66%, og er i en klar stigende trend. Tilsvarende rente i Tyskland har i samme periode steget fra -0,6% til -0,1%. I Norge har 2års swaprente steget fra 0,6% til 1,5% i forventning om videre renteøkninger fra Norges Bank. Oljeprisen er nær USD 86 pr fat, og god fart i norsk eksport og hjemmemarkedet har bidratt til en kraftig oppgang på Oslo Børs; med 27% økning så langt i år.

Skulle det vise seg at inflasjonspresset tiltar fremover, vil det resultere i svakere vekst og etter hvert stigende renter. Det kan gi en periode med stagflasjon, som vi sist opplevde på 1970-tallet. Vi har lenge advart om at det er en betydelig risiko for et slikt scenario, mest av alt fordi sentralbankene nå, som på 1970-tallet, tar et for stort ansvar for å sikre høy sysselsetning, og ikke kun sikrer stabil pengeverdi. Det at den tyske sentralbanksjef Jens Weidmann, en skarp kritiker av den stimulerende politikken til ECB, slutter mer enn fem år før tiden, åpner døren for en ny sentralbanksjef som støtter stimuleringspolitikken til ECB. I USA er det økende usikkerhet om Powell får fortsette når hans periode går ut i februar. Hvis Biden heller setter inn en mer liberal person som sentralbanksjef, vil det kunne sette ytterligere fart på inflasjonsforventningene. Norge får og snart ny sentralbanksjef. Faren er at de kommer på etterskudd og til slutt må øke rentene kraftig.

Aksjemarkedet i USA, Euro, UK og Norge



Oljepris og fraktrater har økt kraftig

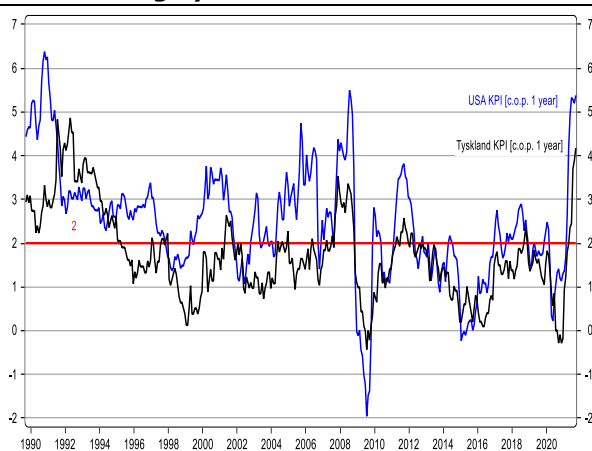


Norges Bank vil heve renten igjen i desember – kan varsle raskere tempo

Neste rentemøte i Norge er 4. november. Vi tror Norges Bank da vil gjenta at de planlegger å heve renten 16. desember. Vi tror Norges Bank i desember vil legge frem en rentebane som viser et noe raskere tempo i renteøkningene. I forbindelse med rentemøtet den 4. november vil de måtte kommentere den høye prisveksten som en ser på stadig flere områder, fra mat, råvarer, mineraler, olje, gass, strøm, energi, transport mm. Norges Bank vil trolig se an hvor store påplussinger som kommer med den nye regjeringen, og svaret på det får vi rundt den 10 november når regjeringen legger frem sin tilleggsproposisjon. Vi tror regjeringen vil holde seg om lag på samme innretning som den forrige regjeringen, og holdes oljepengebruket på om lag samme nivå, så vil ikke finanspolitikken påvirke rentesettingen i vesentlig grad. I motsatt retning trekke en sterk krone, som vil bidra til å dempe importert prisvekst. Men, med en stor offentlig sektor, der lønninger en den største innsatsfaktoren, vil den største risiko mht inflasjon fremover være om lønnsveksten øker betydelig mer enn ventet. Da må Norges Bank reagere med å heve renten mer enn varslet.

I en tale til senter for pengepolitikk ved BI, CME, forrige uke, forklarte sentralbanksjef Olsen hvordan han ser sentralbankens mandat; og det er først og fremst lav og stabil inflasjon. Stabil prisvekst er sentralbankens beste bidrag til å fremme høy velferd, høy sysselsetting og økonomisk vekst over tid. Hvis det er høy tillit til sentralbanken, kan sentralbanken i korte perioder tillate inflasjonen å svinge rundt målet, uten at det gir vesentlige samfunnsøkonomiske kostnader. Faren er imidlertid at det nominelle ankeret, som sentralbankens inflasjonsmål representerer, brister. Olsen referer til både den amerikanske og europeiske sentralbank, og til at begge sentralbanker nylig har åpnet eksplisitt for at de ønsker en høyere inflasjon enn det de tidligere har signalisert. Dermed vil renten bli holdt lav mye lenger fremover i de to land, enn det de tidligere ville ha gjort når inflasjonen stiger. Tidligere har Olsen påpekt at Norges Bank har et svært fleksibelt mål, og at de derfor ikke trenger å endre sin kommunikasjon slik som de andre sentralbankene har.

KPI i USA og Tyskland



Norges Banks anslag på nøytral realrente har falt

Den nøytrale renten har falt

Anslag på den nøytrale realrenten i pengemarkedet. Prosent



Kilde: SpareBank1 og Macrobonds

En viktig grunn til at sentralbanker tillater at inflasjonen nå på kort sikt blir så høy som 5%, er at det sjokket som pandemien representerte var så ekstraordinært, samtidig som økonomiene står overfor krevende omstillinger til en mer bærekraftig økonomi, har gjort at både politikere og sentralbanker følte presset for å strekke seg langt for å bidra til å dempe de negative effektene av pandemien. Siden det de først og fremst kan bidra med i en økonomisk krise er lave renter; ja så holder de renten lav så lenge de tør.

Sentralbank Olsen viste til at selv før pandemien var pengepolitikken svært stimulerende. Krisen i 2008 ble forsøkt løst ved å holde renten på et ekstremt lavt nivå, og det ble eksperimentert med pengetrykking. I tillegg til nedgangsperioden som fulgte av krisen i 2008, var det flere strukturelle grunner til at vekstkraften i vestlige økonomier var blitt svakere, og at det derfor ikke var behov for så høye renter. Hva som er en nøytral rente, altså en rente som hverken stimulerer eller reduserer aktivitet i økonomien kan ikke observeres, og må beregnes. Som figuren over til høyre viser, så har denne nøytrale realrenten falt jevnt og trutt siden år 2000.

Olsen peker på tre grunner til lavere nøytral realrente i sin tale; aldring av befolkningen, fallende produktivitetsvekt og økt etterspørsel etter trygge rentepapirer. I tillegg har Norges Bank tidligere trukket frem kvaliteten på arbeidsstyrken, og at andelen av innvandrere de senere år som har kommet i arbeid har gått ned. I sum har disse faktorene bidratt til å trekke ned den nøytrale likevekstsrealrenten. I dag er trolig denne renten rundt null ifølge Norges Bank.

I vurderingen av hvordan Norges Bank reagerer på avvik fra inflasjonsmålet, vil de legge vekt på årsakene til avvikene og risikoen for at de skal bli større. Ofte vil de velge å se gjennom kortsiktige svingninger i prisveksten. Prisbevegelsene nå i høst er et godt eksempel. I september var årsveksten i konsumprisindeksen drøyt 4%, mens indikatorer for den underliggende inflasjonen lå langt lavere. Forskjellen skyldes i hovedsak den sterke økningen i energiprisene de siste månedene. Dette er priser som tidligere har vist til dels store svingninger, og Norges Bank anslår at prisveksten vil bli lavere enn inflasjonsmålet allerede til neste år.

Sentralbanksjef Olsen forklarte i sin tale at pengepolitikken ikke har hovedansvaret for nivået på produksjon og sysselsetting. Selv om det fortsatt er mange som har stått lenge uten arbeid er det et rekordhøyt antall ledige stillinger. Trolig gjenspeiler dette midlertidige tilpasningsproblemer i kjølvannet av pandemien. Men det kan også være et tegn på manglende samsvar mellom kompetansen til de ledige og kvalifikasjonene som arbeidsgivere etterspør. I så fall kan ledigheten feste seg på et høyere nivå enn før pandemien. Som Norges Bank uttrykker seg: «*Nivået vil blant annet avhenge av hvor mange av dem som er arbeidsledige eller utenfor arbeidsstyrken som vil eller kan komme i jobb*». Vi så eksempler på dette under pandemien, at det var mulig for arbeidstakere å takke nei til jobber i andre sektorer og andre deler av landet, uten at de mistet offentlig støtte av den grunn. Dette tyder på betydelige strukturelle stivheter i arbeidsmarkedet.

I utøvelsen av pengepolitikken sikter Norges Bank mot det høyeste nivået på sysselsettingen som er forenlig med prisstabilitet over tid. Nivået er først og fremst bestemt av strukturelle forhold som skatte- og trygdesystemet, systemet for lønnsdannelse og sammensetningen av arbeidsstyrken. Pengepolitikkenes oppgave er å bidra til at sysselsettingen stabiliseres rundt dette nivået.

Olsen forklarer i sin tale hvorfor sentralbanker nå er langt mer aggressive i sin stimulering av økonomien, og det skyldes at de frykter at arbeidssøkere etter hvert trekker seg ut av arbeidsmarkedet. Da kan lønninger og priser skyte fart på et lavere sysselsettningsnivå enn før tilbakeslaget. Flere studier viser at arbeidsledige som har vært lenge uten jobb, har større problemer enn de korttidsledige med å komme tilbake når etterspørselen etter arbeidskraft øker. Siden dette er en analyse som trolig ligger til grunn for alle sentralbanker gjengir jeg direkte fra Olsens tale: «*Normalt vil pris- og lønnspresset i økonomien bli lavere når ledigheten er høy. I en slik situasjon blir det lettere for de ledige å finne nye jobber. En rekke empiriske og teoretiske forskningsarbeider har imidlertid pekt på at langtidsledige og personer med en løsere tilknytning til arbeidsmarkedet har en begrenset innflytelse på lønnsdannelsen. Våre egne analyser viser at det først og fremst er de korttidsledige som bidrar til å holde prispresset i økonomien nede. For et gitt nivå på den totale arbeidsledigheten, vil altså en større andel langtidsledige gi høyere vekst i priser og lønninger enn om de ledige i all hovedsak er korttidsledige. Priser og lønninger vil presses oppover etter hvert som korttidsledigheten kommer tilbake på et lavt nivå. For å unngå langvarige eller permanente fall i sysselsettingen, kan det være nødvendig å handle tidlig og kraftig i starten av en nedgangskonjunktur. Det kan også være riktig å akseptere at inflasjonen midlertidig skyter over målet mens forholdene på arbeidsmarkedet normaliseres. Ved å motvirke at lavkonjunkturer blir dype og langvarige, og at korttidsledighet avløses av langtidsledighet og utenforskap, kan pengepolitikken bidra til at det gjennomsnittlige nivået på sysselsettingen over tid blir høyest mulig.*»

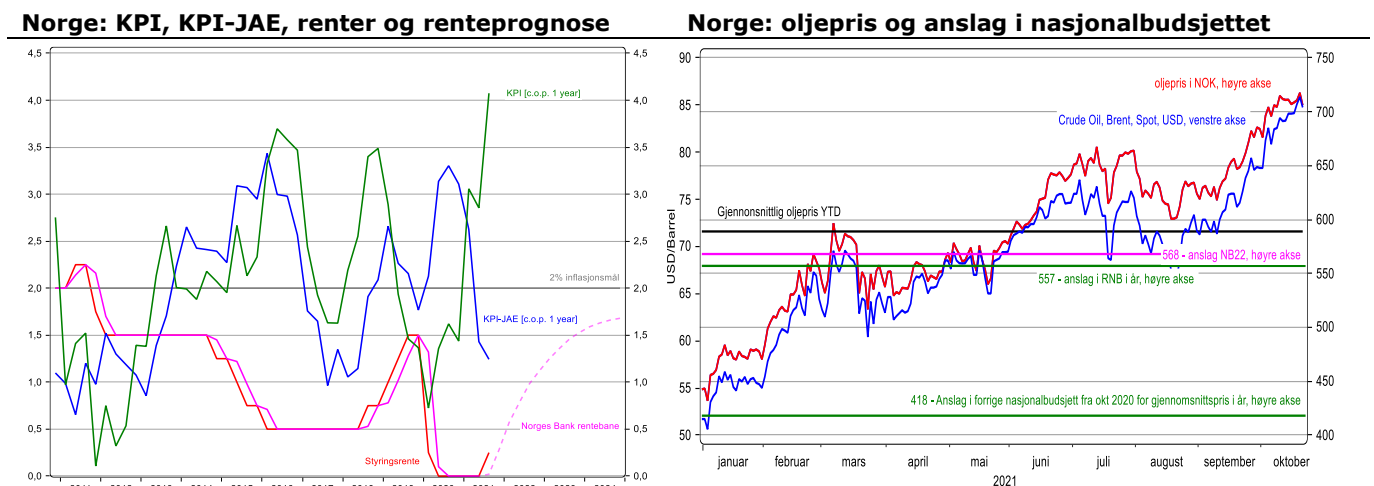
Her argumenterer Olsen for at sentralbanken skal ta et ansvar for at langtidsledige og de med svak tilknytning til arbeidsmarkedet skal komme (eller forbli) i arbeid, for å unngå at disse gruppene faller permanent utenfor arbeidslivet. Dette argumentet har særlig den amerikanske sentralbank vært opptatt av, siden det ikke eksisterer et sosialt støttetilbud om en faller permanent utenfor arbeidsmarkedet. I Norge derimot, vil de som faller utenfor arbeidslivet bli mottagere av ulike trygdeordninger, og således bli en utgiftspost på statsbudsjettet. Spørsmålet er om ikke dette er noe som kan motvirkes i Norge gjennom å se på ulike

strukturelle tiltak, som for eksempel at det burde være tøffere krav til å flytte for å skaffe seg arbeid. Dette er imidlertid politisk upopulært.

Faren ved å ta et for stort sosialt ansvar for sårbare grupper i arbeidsmarkedet, er at realrenten blir holdt lav for lenge, og bidrar til å bygge opp finansielle ubalanser. Boligprisene har steget kraftig gjennom pandemien, både siden lånerenten etter inflasjon og skatt er ekstremt lav, og fordi mange med sparemidler blir tvunget til å ta høyere risiko for å bevare kjøpekraft når realrenten etter skatt er så negativ. Olsen kommer med en klar advarsel om at: *«Pengepolitikken kan ikke ta ansvar for strukturelle utviklingstrekk, herunder endringer som skyldes teknologisk utvikling, demografi, globalisering eller hvordan vi organiserer velferdssystemet vårt.»*

Norges Bank må vurdere om prisveksten vil fortsette å styrke seg, eller gli over. Hvis strømprisene holder seg høye gjennom vinteren, vil det gi en høy KPI i inngangen til lønnsoppgjøret til våren. Det kan gi høye krav, og bidra til en sterkere pris- og lønns spiral enn det Norges Bank har lagt til grunn. Mange nye store investeringsprosjekt vil kunne bidra til et økt lønnspress på de med riktig kompetanse, mens de uten relevant kompetanse trekkes seg ut av arbeidslivet.

Som figuren under til venstre viser, så er KPI over 4%, mye på grunn av de høye strømprisene. Regjeringen får hjelp til å holde seg innenfor handlingsregelen, slik Norges Bank la til grunn i sin siste strategirapport, fra økte skatteinntekter. Som figuren under til høyre viser, så er gjennomsnittlig oljepris allerede godt over det snitt som ligger som anslag for året, på 568 kroner pr fat. Holder oljeprisen seg høy også neste år, vil det gi betydelig økte inntekter, siden anslaget neste år ligger på beskjedne 559 kroner pr fat for året 2022.

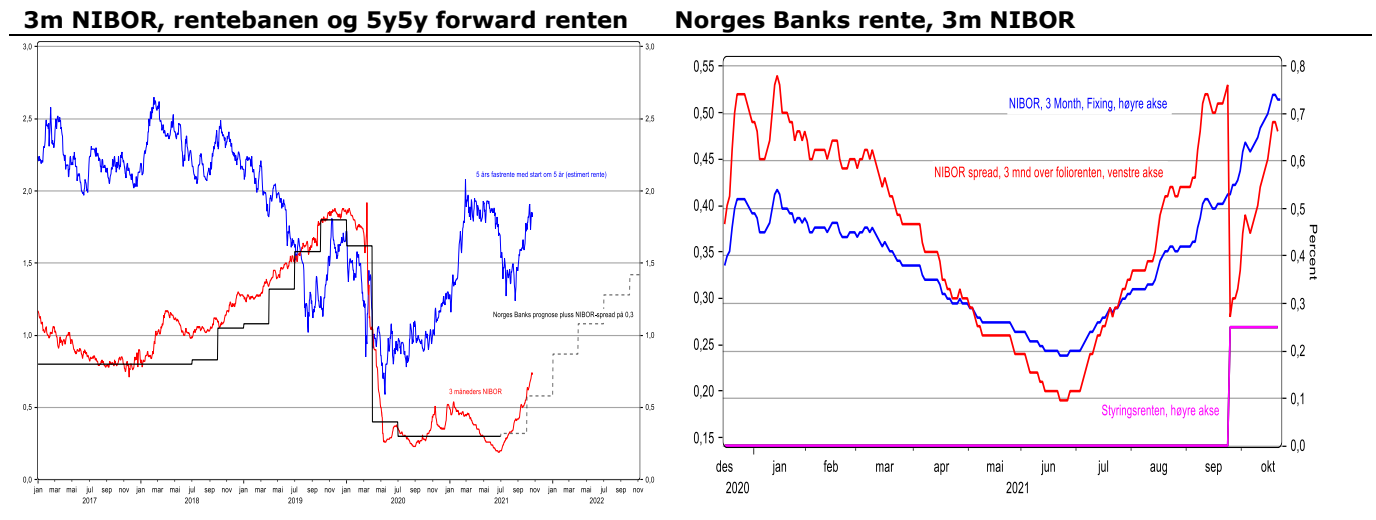


Kilde: SpareBank1 og Macrobonds

Er det fare for at sentralbankene kommer på etterskudd, slik som på 1970-tallet?

Som vi skrev allerede i september rapporten i 2020, så er det en økende trend i retning at sentralbanker blir mer politiske aktivistiske og tar større ansvar for arbeidsmarkedet, slik som talen til sentralbanksjef Olsen er et eksempel på. Dette minner om den sentralbankpolitikk som ble ført også på slutten av 1960-tallet og inn på 1970-tallet. Mange av de politiske, sosiale og økonomiske forhold vi ser i dag minner om det vi så på slutten av 1960-tallet. Høy vekst og høy produktivitetsvekst hadde løftet levestandarden kraftig fra krigen og til midten av 1960-tallet. Men, økende velferd førte paradoksalt til økende sosial uro. I USA eskalerte uroen til opptøyer og plyndringer, ikke ulikt det vi har sett i mange land de siste årene. Sentralbankpolitikken endret seg gradvis i takt med samfunnet utover på 1960-tallet, og sentralbankene bidro etter hvert aktivt med å stimulere økonomiene. Målet endret seg gradvis fra å kun sikre stabil prisvekst, til å i større og større grad sikre full sysselsetning. Et kraftig fall i produktivitetsvekst på begynnelsen av 1970-tallet ble ikke fanget opp, og den kraftige stimuleringen med negativ realrente førte til at inflasjonen etter hvert kom ut av kontroll. Dette er helt parallelt til det vi ser i dag. Produktivitetsveksten har falt markert i de fleste modne land de siste

ti år, og en har forsøkt å stimulere veksten ved å kutte renten og bruke mer penger over statsbudsjettet. At USA gikk bort fra gullstandarden som anker for pengers verdi i 1971 gjorde det mulig å øke pengemengden kraftig. I dag er det heller ingen begrensning på hvor mye penger sentralbanken kan trykke opp.



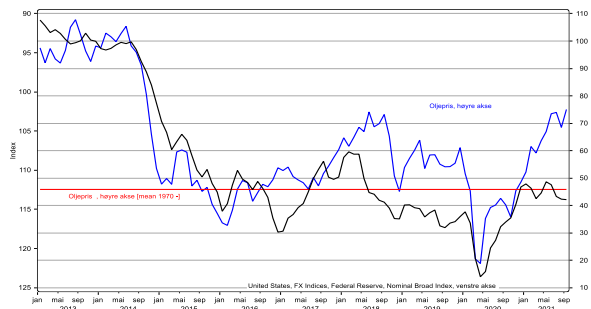
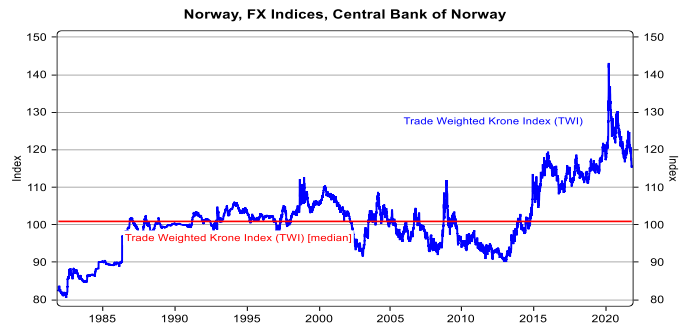
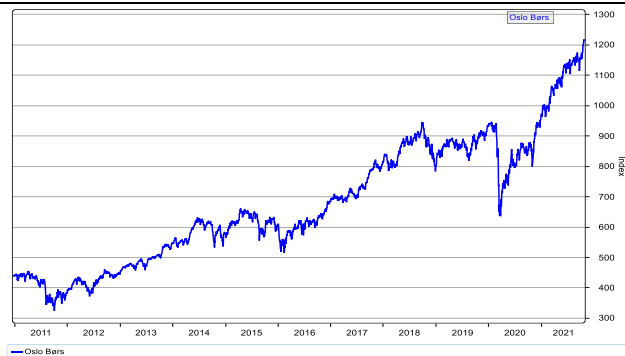
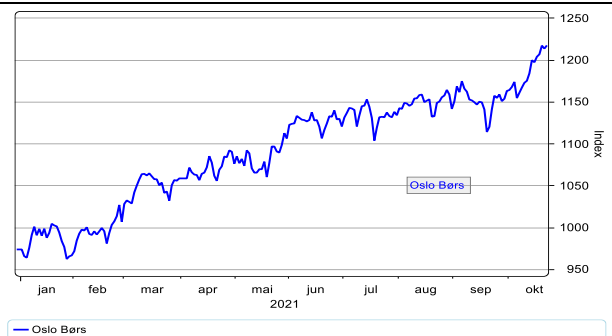
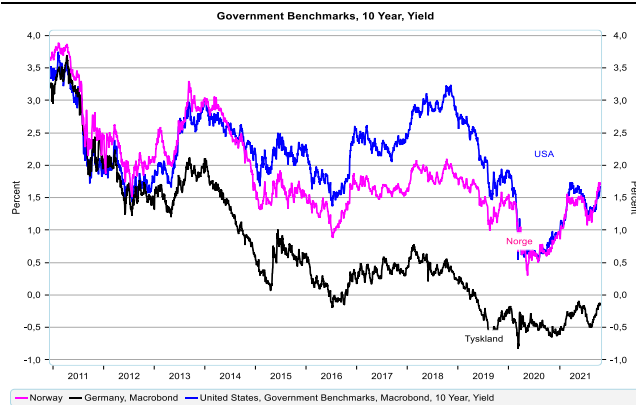
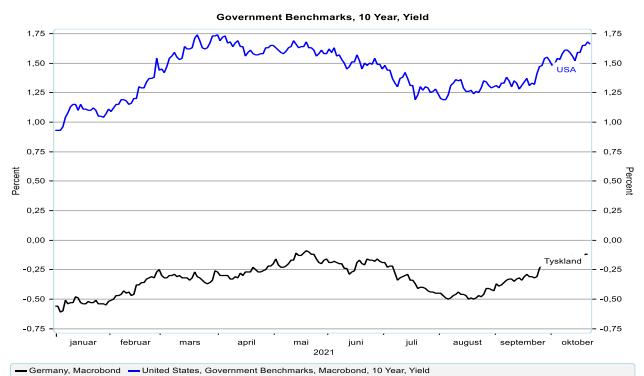
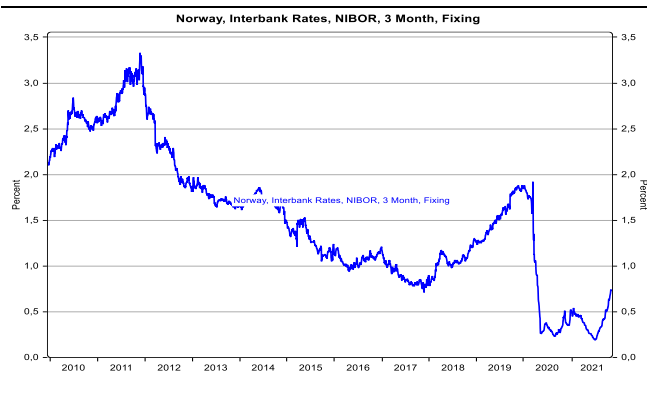
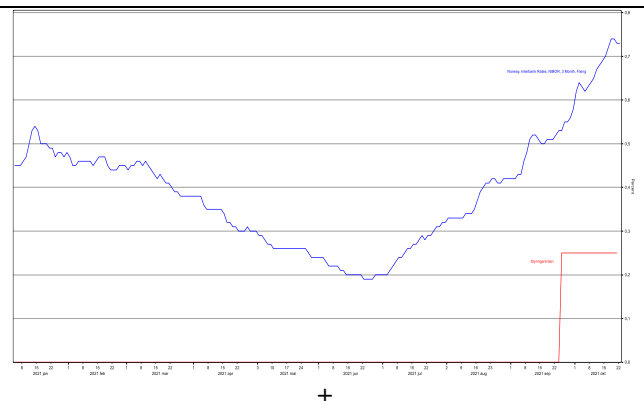
Kilde: SpareBank1 og Macrobonds

I en svært lærerik tale i 1979 reflekterer sentralbanksjef Arthur Burns over utviklingen i sentralbankpolitikk i USA, etter at han hadde vært sentralbanksjef i perioden 1970 til 1978¹. En viktig lærdom er det å forstå hvor sammenvevd sentralbankpolitikken er i den øvrige politikk og sånn sett reflekterer den generelle samfunnsånd. Som Arthur Burns oppsummerte i sin tale var det en «*growing feeling of injustice by, or on behalf of, other groups – the poor, the aged, the physically handicapped, ethnics, farmers, blue collar workers, women, and so forth. In part the unrest reflected a growing rejection by middle-class youth of prevailing institutions and cultural values, in part it reflected the more or less sudden recognition by broad segments of the population that the economic reforms of the New Deal and the recent rise in national affluent had left untouched problems in various areas of American life- social, political, economic and environmental*».

De mange krav om at myndighetene måtte rette opp feil og løfte alle grupper, førte gradvis til en mer og mer aktivistisk politikk med hensikt å løfte den økonomiske veksten og redusere arbeidsledigheten. Men, ved at politikere satte i gang stadig nye tiltak for å rette opp i ulike problemer som å utrydde fattigdom, øke velferdsgoder og øke kvaliteten på ulike områder som bolig og helsehjelp, så økte befolkningens forventninger og krav i takt. Det ble en oppfatning om at myndighetens rolle var å løse problemer og hindre ubehag for innbyggerne. Det utvidet seg til å bli en oppfatning om at dette også omfattet næringer i krise, regioner i krise, enkelte arbeidstakergruppe eller ulike sosiale grupper. Det ble en dynamikk med at det lønte seg å ha problemer, for da fikk en tilført midler. Å avvikle støtteordninger ble politisk vanskelig. Som Milton Friedman så treffende uttalte: «*Nothing is as permanent as a temporary government program*». Summen av alle de gode tiltak ble økende inflasjon, fallende produktivitetsvekst, og et økende underskudd på statsbudsjettet.

Selv om en del minner om dagens politiske situasjon, så tror vi fortsatt at skrekken fra de høye rentene på 1980-tallet for å rydde opp etter inflasjonsperioden er så stor at en økning i inflasjonen på linje med det vi så på 1970-tallet vil føre til en annen politikkrespons i dag. Sentralbanksjef Powell minnet om at han startet å jobbe på 1970-tallet og har inngående kunnskap om de mekanismer og den politikk som ble ført da. Ikke minst det at han nå erkjenner at inflasjonen ikke bare er midlertidig er betryggende. En rask gjenoppnevning av Powell som sentralbanksjef vil være et godt bidrag til å stabilisere inflasjonsforventningene.

¹«The Anguish of Central Banking», by Arthur Burns, The 1979 Per Jacobsson Lecture.

USD (invers skala) og oljepris**NOK, handelsvektet kurv****Norge – Oslo børs siden 2011****Norge – Oslo børs siden årsskifte****10 års statsrente – Norge, Euro, USA****10 års statsrente siden årsskifte****3 måneders interbankrente (NIBOR)****3 m NIBOR og styringsrenten siden årsskifte**

+