

FULL FRES I AMERIKA – INFLASJON PÅ VEI OPP

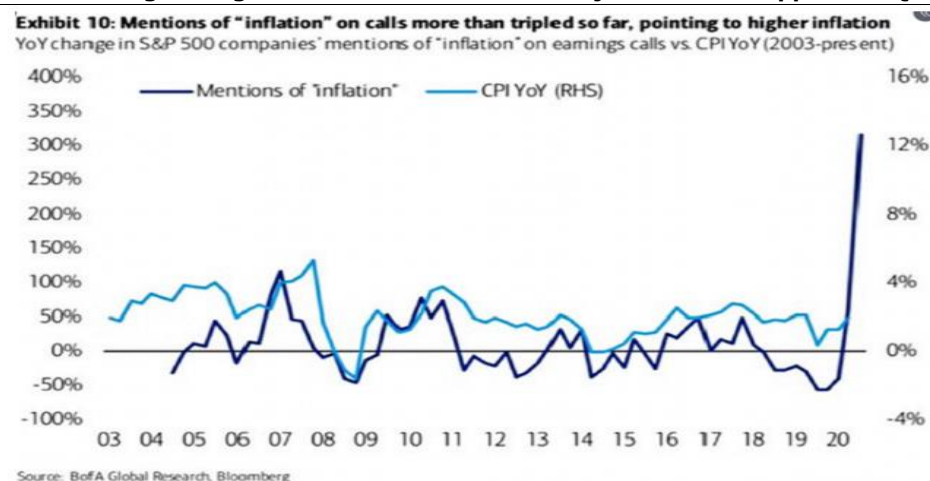
3. mai 2021

Veksten øker kraftig i USA i takt med rask vaksineringsen, samtidig som sentralbanken lover å holde renten lav lenge. Bedriftene i USA melder om økt inntjening. Risikoviljen øker, og stadig fler setter penger i aksjefond. Bare de siste 5 måneder har det kommet mer kapital inn i aksjefond enn de foregående 12 år til sammen. Med forventning om stigende inflasjon er TINA-effekten sterk, «There Is No Alternative» for å bevare kjøpekraft på sparepenger enn å flytte penger ut av renter og inn i bl.a. aksjer.

En lang periode med lave investeringer i råvare og energiselskaper, har den kraftige økningen i etterspørsel etter råvarer ført til en dramatisk mangel på råvarer som kan leveres raskt, og en kraftig prisoppgang. Særlig råvarer knyttet til produksjon av plast, som har opplevd en kraftig økt etterspørsel siden mye mer pakkes i plast for å redusere smitte, har blitt en mangelvare. Prisen på kobber er nær all-time high, siden kobber brukes til det grønne skiftet, som i produksjon av batterier, sol- og vindkraft mm.

Rentemarkedet priser inn økt inflasjon fremover, og med det gradvis økte renter. Det er priset inn at Norges Bank skal heve renten mot slutten av året i år, mens det forventes en første renteøkning i USA i begynnelsen av 2023. Forventninger om tidligere, og raskere, renteøkninger i Norge enn i USA har gitt en sterkere krone. Vi tror Norges Bank på torsdag vil gjenta budskapet om at rentene vil være uendret frem til siste kvartal i år.

Sentralbanken i USA uttrykker at høye råvareprisene skyldes midlertidige forhold, knyttet delvis til Covid. Men, ser en på lønnsveksten for de som ikke mistet jobben i USA, så er veksten i timelønn på rundt 3,5% årlig rate. Med økende priser for alt fra råvare, tømmer, mat og energi, vil inflasjonen stige på kort sikt. Vi tror bedriftene vil velte høyer råvarepriser over i utsalgspriser. Figuren under viser antall ganger ordet «inflasjon» dukker opp i bedriftenes kvartalsrapport. I Norge ser vi allerede varsel om betydelig økte priser. Orkla varslar prishopp på mat, etter at prisen på vegetabilsk olje har steget 100%, og alle råvarer i snitt med 30%. Er det midlertidig, eller vedvarende økning i inflasjon? Usikkerheten vil få mange til å posisjonere seg for økt inflasjon, og da er realaktiva, eiendom, råvare, gull og kryptovaluta aktuelle investeringsobjekter. Når sentralbankene aktivt svekker verdien av penger med å øke pengemengden, tvinges folk til å flytte penger over i investeringsobjekt som de tror vil opprettholde kjøpekraften. Kryptovaluta er et resultat av svekket tillit til sentralbankers evne til å opprettholde pengers kjøpekraft. Øker mistilliten til sentralbanker, må de svare med høyere renter.

USA: Kraftig økning i bedrifter som nevner inflasjon i kvartalsrapport for Q1

Source: @LizAnnSonders

Elisabeth Holvik
Sjeføkonom
SpareBank 1 Gruppen

+47 95 12 64 61

elisabeth.holvik@sparebank1.nowww.sparebank1.no

Optimistisk vekstutsikt løfter børsene, men råvareprisene stiger raskt

Finansmarkedene har så langt i år vært drevet av økende vekstoptimisme, stigende lange renter, svak USD og stigende råvarepriser. Sentralbanken i USA lovet i forrige uke på ny å holde styringsrenten uendret til 2024, og at sentralbanken var «a long way» fra å trekke tilbake pengepolitisk stimulering. Det betyr trygghet for at lange renter vil bli aktivt holdt nede fremover, i og med at sentralbanken vil fortsette å kjøpe obligasjoner for USD 120 mrd hver måned i lengre tid. Beroligelsene fra sentralbanken bidro til at renten på 10 års amerikansk statsobligasjon falt til 1,6% fra toppen rundt 1,75% i USA. Vi tror lange renter vil fortsette å stige i takt med åpning av økonomiene og økt aktivitet. Det er betydelig inflasjonspress fra råvarer og fraktrater, og det kan, sammen med effekten av svak USD på importprisene, bidra til en stigende prisvekst fremover. Rentemarkedet priser inn at sentralbanken vil starte å heve styringsrenten i første kvartal 2023.

Rapportering av første kvartalstall har vist en mye sterkere inntjening i bedrifter enn ventet, og for S&P 500 er forventet inntjening i første kvartal målt mot samme periode i fjor oppjustert til rundt 40%, det sterkeste kvartal siden 2010. De sterkeste sektorene er finans, teknologi, råvarer og konsum. Aksjemarkedet stiger på forventninger, og med økt vaksinerings øker forventningene om snarlig normalisering av økonomien. I tillegg har de rekordlave korte renter, og fallende verdi på obligasjoner pga stigende renter, ført til en kraftig økning i investeringer i aksjer, (There Is No Alternative). Bare de siste 5 månedene har kapitalinngangen til aksjemarkedet økt mer enn de foregående 12 år til sammen. De siste 5 måneder har inngangen til globale aksjefond økt med USD 570 mrd, mens det de 12 foregående år økte med USD 452 mrd. Volatiliteten i aksjemarkedet har falt til det laveste nivå siden krisen i mars. Vix indeksen, som måler implisitt volatilitet på S&P 500 indeksen, falt i mars under sitt langsiktige gjennomsnitt på 20, og har svingt rundt 17,5 i april.

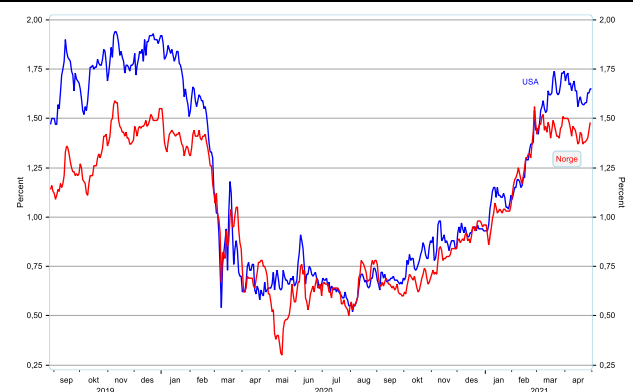
Oljeprisen falt litt tilbake fredag forrige uke på noe svakere tall fra Kina og Europa, men har steget til USD 66 pr fat. BNP for euroområdet falt 1,8% i Q1, mens industriproduksjonen i Kina var noe lavere enn forventet. Uansett er det høy aktivitet i Kina og Asia, og økt etterspørsel etter råvarer har gitt en kraftig prisøkning for råvarer som kan leveres raskt. Den ekstra pris du kan få i råvaremarkedet om du kan levere i dag, kontra senere er på det høyeste siden 2007. Det meldes om mangel på en lang rekke innsatsfaktorer og råvarer.

Norges Bank varslet i mars at de ser for seg en første renteøkning i desember i år. Vi tror det er en rimelig forventning, og markedet priser inn en første renteøkning mot slutten av året. 3 m NIBOR har falt fra like i underkant av 0,5% ved årets start til 0,3%. Nedgangen skyldes at det er rikelig med likviditet i det norske bankmarkedet, folk får tilbake skattepenger, og det er forfall på statsauksjoner. Vi venter at påslaget over styringsrenten vil øke noe utover høsten, i takt med at forventninger om renteøkning begynner å prises inn i 3m NIBOR renten, og noe mindre likviditet i bankmarkedet. Kronekursen har styrket seg, mye på grunn av den svake USD trenden, men og sterk oljepris og økte vekstforventninger, og utsikter for tidligere renteøkning i Norge enn i andre land. Vi tror kronen vil fortsette å styrke seg fremover. Norges Bank vil si at de vil heve renten i desember, selv om kronen skulle styrke seg videre. Med normalisert økonomi er det ikke behov for nullrenter. Og blir prisveksten så høy som vi frykter fremover, vil de trolig heve rett etter sommeren.

Aksjeindeksen, Norge, USA, EU og UK



Renten på 10 års statsobligasjonslån



Kilde: SpareBank1, Macrobonds

Full fres i Amerika!

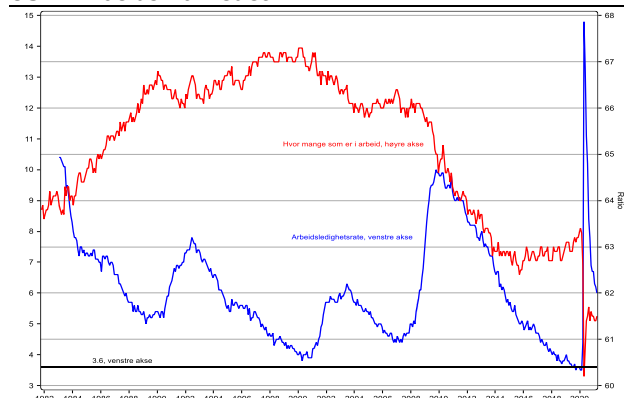
Amerikansk økonomi vokste med en årsvekst på 6,4% i første kvartal, drevet opp av en vekst i privatkonsum på hele 10,7%. Veksten i varekonsum var på hele 23,6% og gir grunn til optimisme for hva som kan skje her hjemme når butikkene åpner frem mot sommeren. Vaksineringsen går raskt i USA, og smitten ser ut til å være moderat. Med åpning av økonomien vil trolig privatkonsumet skyte videre fart, og investeringer øke i takt med utrulling av de store offentlige investeringspakkene. Frykten er at sentralbanken vil holde renten lav så lenge at inflasjonen kommer ut av kontroll. Priser for råvarer har steget til rekordnivå. Er det midlertidige effekter på grunn av korona, eller er det tegn på varige stigende priser? Og hva gjør sentralbanken?

Det spesielle med sentralbanken i USA er at de tar et så stort ansvar for arbeidsmarkedet. Grunne til det er at velferdsgoder i stor grad er knyttet til at du er i arbeid. Mister du jobben har du et kraftig incentiv til å skaffe deg ny jobb, ellers mister hele familien sikkerhetsnettet. Det gir mobilitet og dynamikk, men skaper og sosiale problemer for mange familier, og særlig utsatt grupper som det nå er politisk stort fokus på. På bakgrunn av den kraftige økning i arbeidsledighet i fjor, endret sentralbanken sin tolking av mandatet til nå å skulle:

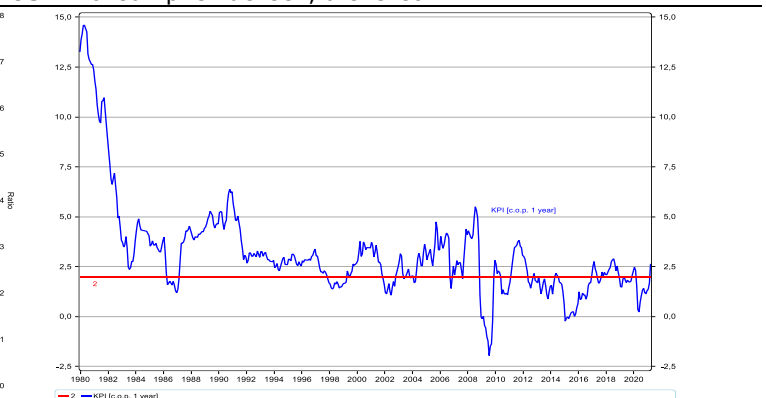
1. sikre en gjennomsnittlig inflasjon over tid på 2%
2. sikre lav arbeidsledighet, og at lav ledighet også gjelder for sårbare grupper på arbeidsmarkedet

Det er derfor spesielt stor oppmerksomhet rundt hvordan sentralbanken kommenterer arbeidsmarkedet, og om det er utsikt til at sentralbanken er urolig for tegn til økt inflasjon. I pressemeldingen i forbindelse med rentemøtet i forrige uke omtalte sentralbanken arbeidsmarkedet: *"Amid progress on vaccinations and strong policy support, indicators of economic activity and employment have strengthened....sectors most adversely affected by the pandemic remain weak but have shown improvement."* Når det gjelder inflasjon mener sentralbanken at det ikke er grunn til bekymring, siden tegn til inflasjon er midlertidig: *"Inflation has risen, largely reflecting transitory factors"*. På pressekonferansen sa Powell at de ville se en lang rekke med sterke arbeidsmarkedsrapporter før de var sikre på at mange nok var kommet tilbake i arbeid, og han sa at den sterke sysselsetningen i mars kun var en slik positiv rapport. Powell sa videre at sentralbanken ville veilede markedet og gi tidlig varsel om når de vil begynne å redusere de månedlige obligasjonskjøpene, og først etter at de er redusert, og så avsluttet, vil sentralbanken begynne å justere opp rentene.

USA: Arbeidsmarkedet



USA: konsumprisindeksen, årsvekst

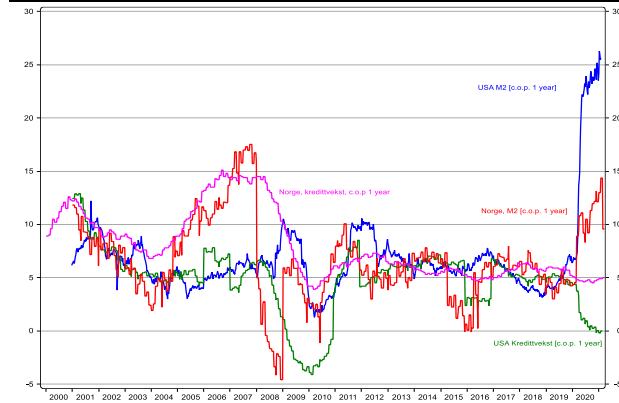


Kilde: SpareBank1, Macrobonds

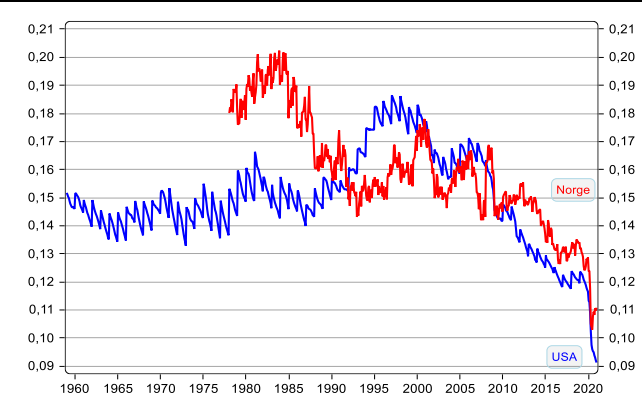
Sentralbanken er altså villig til å la inflasjonen stige godt over målet om 2% for å sikre at flere kommer i jobb. For å oppnå økt aktivitet har sentralbankene økt pengemengden til historisk høye nivå, som beskrevet i detalj i tidligere rapporter. Som figuren under viser, så er veksten i pengemengde i USA vært på en årsvekst på over 20% hver uke siden april i fjor, og ligger nå på en årsvekst på hele 25%. Til tross for kraftig vekst i pengemengde er kredittveksten null i USA. I Norge har veksten i pengemengde falt noe tilbake, men også her har veksten i pengemengde vært over 10% årlig rate i snart ett år. Mens kredittveksten i USA har stoppet helt opp, har veksten i kreditt i Norge økt med rundt 5% årlig rate. Omløpshastigheten for penger er et mål på hvor mye penger får effekt på realøkonomien. Som figuren under til høyre viser, så har omløpshastigheten

for penger i USA kollapset til historisk lave nivå. Den ekstremt aktive pengepolitikken har altså fått begrenset effekt i realøkonomien til nå, og spissformulert trykkes mer penger opp som så blir brukt til å by opp prisene på eksisterende objekter, heller enn til å produsere nye ting. Nå er det tegn til at investeringer og produksjon er på vei opp, og da bør veksten i pengemengde reduseres. I Norge er også omløpshastigheten på et historisk lavt nivå, men har økt noe de siste månedene. Veksten i pengemengde i Norge er noe redusert, som vist i figuren under til venstre.

USA og Norge: Vekst i pengemengde og kreditt



USA og Norge: Omløpshastighet for penger (BNP/M2)



Kilde: SpareBank1, Macrobonds

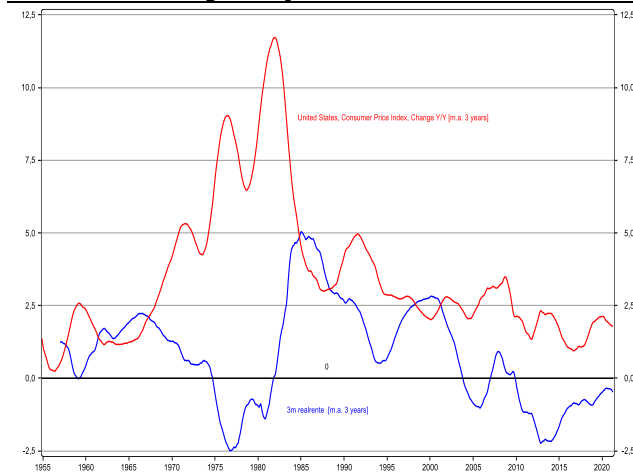
Sentralbanksjef Powell sa på pressekonferansen i forrige uke at de var klar over den økte bekymring om at sentralbanken ville gjenta politikkfeilen fra slutten av 1960-tallet og inn på 1970-tallet, men mente at det etter dere syn var liten sannsynlighet for det. Finansminister Janet Yellen avviste og i intervju i helgen at de store stimuleringspakken vil føre til høy inflasjon, siden de vil bli posisjonert ut over mange år. Som vi skrev i september rapporten, så er det nå en klar trend i retning at sentralbanker blir mer aktivistiske og tar større ansvar. Dette var en sentralbankpolitikk som ble ført også på slutten av 1960-tallet og begynnelsen av 1970-tallet. Mange av de politiske, sosiale og økonomiske forhold vi ser i dag minner svært mye på det vi så på slutten av 1960-tallet. Høy vekst og høy produktivitsvekst løftet levestandarden kraftig fra krigen og til midten av 1960-tallet. Men, økende velferd førte paradoksaltil økende sosial uro. I USA eskalerte uroen til opptøyer og plyndringer, ikke ulikt det vi ser i dag. Sentralbankpolitikken endret seg og gradvis i takt med samfunnet, 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 produktivitsvekst på begynnelsen av 1970-tallet ble ikke fanget opp, og den kraftige stimuleringen med negativ realrente førte til at inflasjonen kom ut av kontroll. Dette er helt parallelt til det vi ser i dag. Produktivitsveksten 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.

I en tale i 1979 reflekterer sentralbanksjef Arthur Burns over utviklingen i sentralbankpolitikk i USA, etter at han hadde vært sentralbanksjef i perioden 1970 til 1978¹. Mest interessant 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 alle feil og løfte alle grupper, førte gradvis til en mer og mer aktivistisk politikk

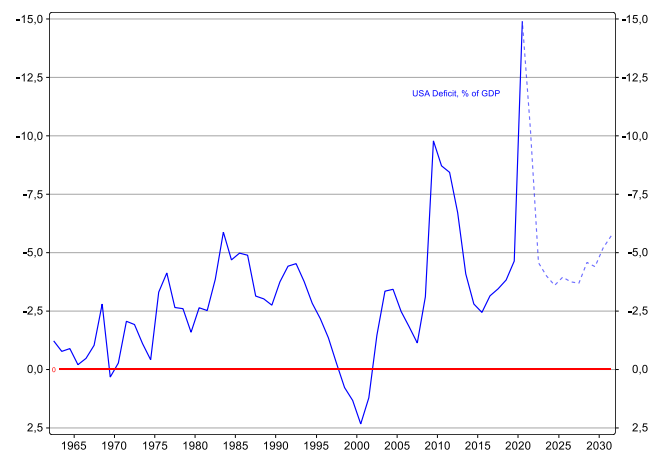
¹“The Anguish of Central Banking”, by Arthur Burns, The 1979 Per Jacobsson Lecture.

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 utvikle 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.

USA: Realrente og inflasjon



USA: Budsjettunderskudd i % av BNP



Kilde: SpareBank1, Macrobonds

Vi tror skrekken fra 1970-tallet er såpass stor at en økning i inflasjonen på linje med det vi så på starten av 1970-tallet vi føre til en annen politikkrespons i dag. De viktigste grunnen til at vi er mindre bekymret for en så alvorlig høy-inflasjonsperiode nå er:

- lønnsveksten i de fleste land er ikke lenger knyttet direkte opp til inflasjon slik det var på 1970-tallet
- friere globale markeder, med prispress fra import og ny teknologi som kryptovaluta
- sentralbanker styrer i større grad etter inflasjonsmål, mens de fleste hadde andre mål på 1970-tallet

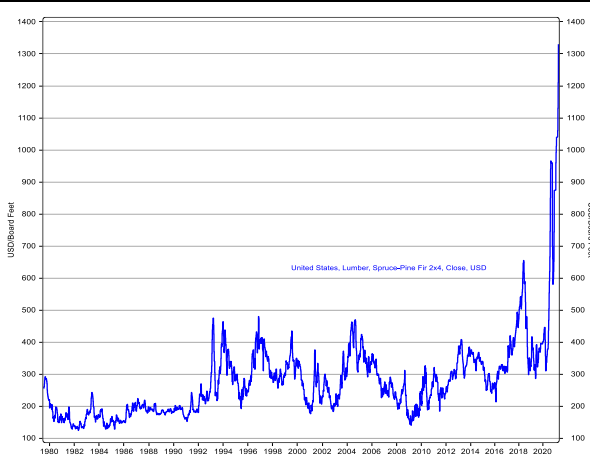
Sentralbanker har altså både kunnskap og historisk erfaring med å redusere inflasjon, og folk flest vil trolig reagere negativt om inflasjon og renter skulle begynne å stige kraftig og redusere sparepengers verdi. Kriser får og normalt politikere til i større grad finne sammen i brede forlik for å gjennomføre nødvendige reformer, som det ble gjort i Norge etter bolig og bankkrisen på begynnelsen av 1990-tallet. Spørsmålet er hvordan politikere vil reagere om rentene begynner å stige for å dempe inflasjonspresset, og arbeidsledigheten begynner å stige samtidig som bolig og aksjemarkedet faller. Som Burns reflekterte over, og som er veldokumentert i nå frigjorte lydbåndopptak fra President Nixon, så ble sentralbanksjef Burns presset til å føre en for ekspansiv pengepolitikk. Han ble presset til å senke renten for å øke Nixons sjanse til å vinne valget. Renter er et viktig politisk verktøy, og jo høyere gjelden er i økonomien, jo viktigere blir det politisk at renten er lav. Det er og lettere å gjennomføre store offentlige investeringer når lånerenten er lav. Med økende gjeld og økende sosiale spenninger og polarisering, er USA kanskje det modne land med høyest risiko for at inflasjonen kommer ut av kontroll. En negativ økonomisk utvikling med fall i boligpriser kan forsterke den polariseringen som allerede er i mange land, og gi politisk uforutsette utfall.

Kraftig økning i bruk av ordet inflasjon i kvartalsrapporter varsler om økt inflasjon

De siste årene er det blitt stadig mer populært å følge med på hvilke ord som brukes i tekster for å si noe om økonomien. Bank of America har fulgt med på hvor mange ganger ordet inflasjon blir brukt i bedrifters kvartalsrapporter, og kunne melde en tredobling i bruk av ordet sammenlignet med året før, og den kraftigste vekst i bruken av ordet inflasjon siden 2004. I følge analyser gjort av banken har bruken av ordet inflasjon ledet faktisk konsumprisvekst med ett kvartal med en 52% korrelasjon. Det er økning i prisene på råvare, olje, transport og lønninger som blir oppgitt av bedrifter å være drivere av prisveksten.

Råvarepriser har økt kraftig de siste månedene i takt med økt industriproduksjon, økt transportbehov og reising. Økte råvarekostnader smitter inn i prisene også i Norge. Prisene som benyttes i gassene som benyttes for å produsere plast har økt kraftig i Europa, og ført til kraftig prishopp på plastrør. Det er den kraftige veksten i Asia som gjør at markedet tappes for råvarer i Europa og USA. I tillegg har prisene på stål, trevirke og andre innsatsfaktorer til bygg- og anleggsbransjen. I Sverige snakkes det om risiko for at plastproduserende industri må stenge ned deler av produksjonen pga mangel på råvarer.

USA: pris på tømmer



Pris på kobber

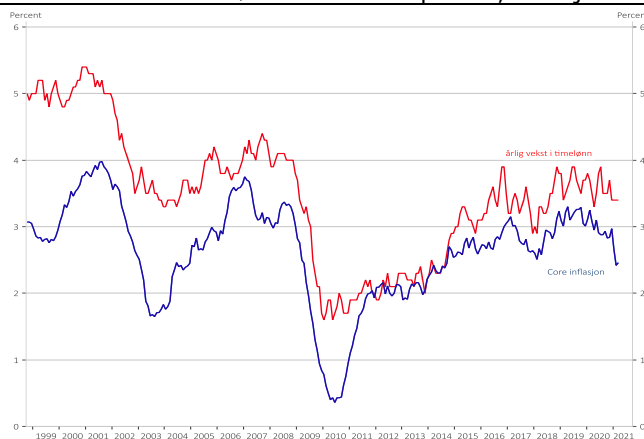


Kilde: SpareBank1, Macrobonds

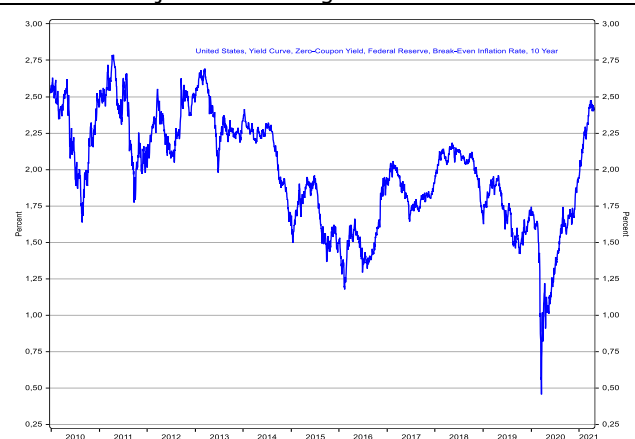
Tømmerpriser i USA har nådd ekstremt høye nivå, og andre viktige råvarer som kobber er nesten tilbake til nye all-time high nivåer med en pris på over USD 10 000 pr tonn. Den forrige topp i råvarepriser var i 2011, da kobber nådde en pris på USD 10 190. I årene etter det falt prisene og mange bedrifter kuttet investeringer og utvidelse av produksjon. Lavere tilbud, og kraftig hopp i etterspørsel når økonomiene åpner opp, har ført til stor ubalanse i mange råvaremarkeder. På kort sikt vil trolig derfor prisene på råvare fortsette å stige, til bedriftene får investert og økt produksjonen. For investorer er det attraktivt å investere i aktiva med reelle verdier, siden det er en forsikring (hedge) mot stigende inflasjon. Kobber er i likhet med nikkel, litium og andre sjeldne mineraler viktige komponenter i batterier og elektriske generatorer, som er viktig for produksjon av elektriske biler, båter, sykler, droner mm. Etterspørselen og prisene vil derfor trolig stige videre i takt med at flere land øker offentlig støtte til grønn omstilling. Kobber har også normalt vært en veldig viktig ledende indikator for den økonomiske sykel, og fremover kan det således bli en viktig indikator på tempo i det grønne skiftet. Kobber brukes som et eksempel i både vind og solenergi generatorer, i elektriske biler og produksjon av batteri-lade infrastruktur.

Rentemarkedet varsler økende inflasjonsforventninger, og den viktige indikasjon må markedets forventninger til inflasjon, målt ved break even 10 års statsobligasjonsrente i USA, har steget til 2,4%. Lønnsveksten har holdt seg overraskende høy gitt krisen. I følge sentralbanken i Atlantas oversikt, har lønnsveksten økt med 3,4% i mars og april i år. Undersøkelsen sammenligner hva enkeltpersoner hadde i timelønn i en måned, sammenlignet med hva den samme personen hadde i timelønn samme måned året før.

USA: årsvekst i timelønn for samme person, inflasjon



USA: inflasjonsforventninger



At ikke medianlønnsveksten har svekket seg under pandemien til tross for økt arbeidsledighet, er svært uvanlig og trolig tegn på underliggende sterk økonomi. I nedturen etter 2008 var det mange som rapporterte at lønningene ble liggende uendret, noe som trakk ned veksten i timelønn til mellom 1,5% og 2% årlig vekst i årene frem til 2012. Først mot slutten av 2014 begynte lønnsveksten å øke til over 2,5% og som da ga en positiv reallønnsvekst siden lønningene økte mer enn prisveksten, som vist i figuren over, hvor prisveksten er målt ved underliggende prisvekst, og altså uten å ta hensyn til priser som svinger mye, som mat og energi.

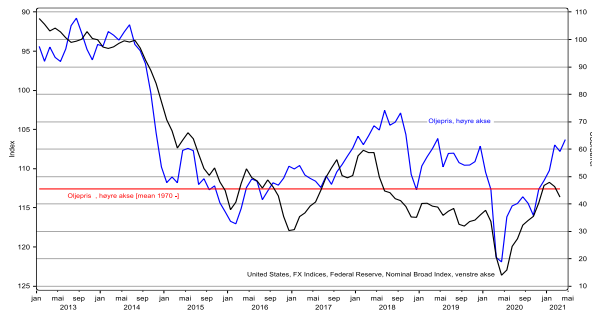
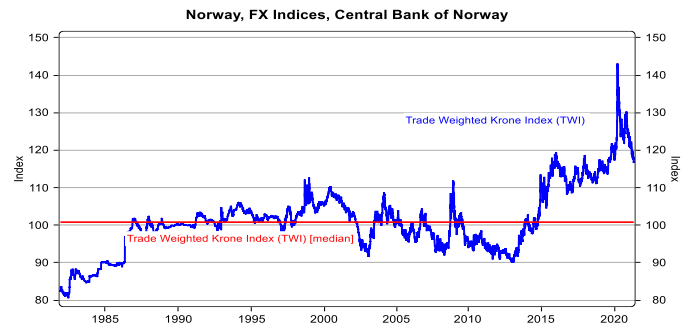
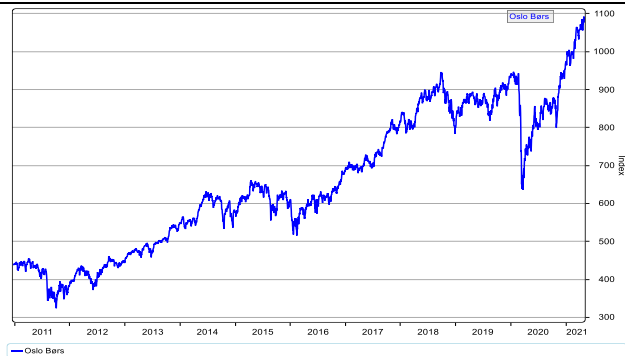
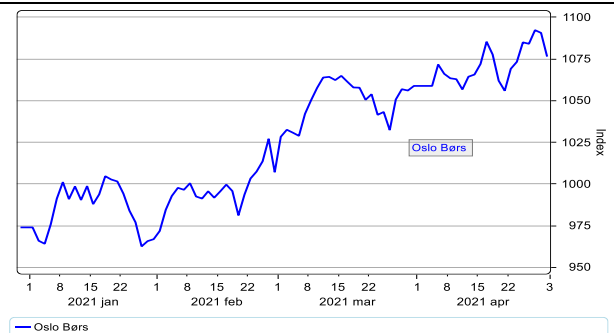
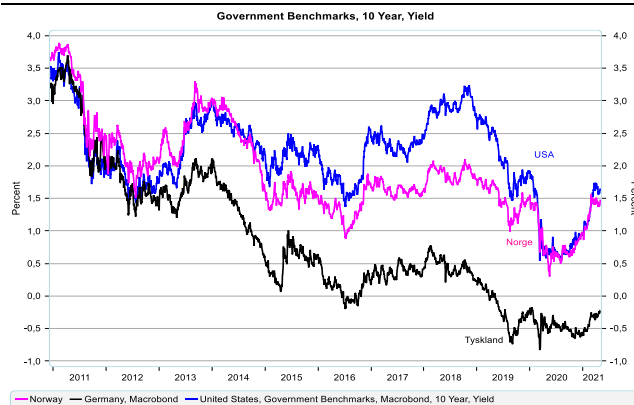
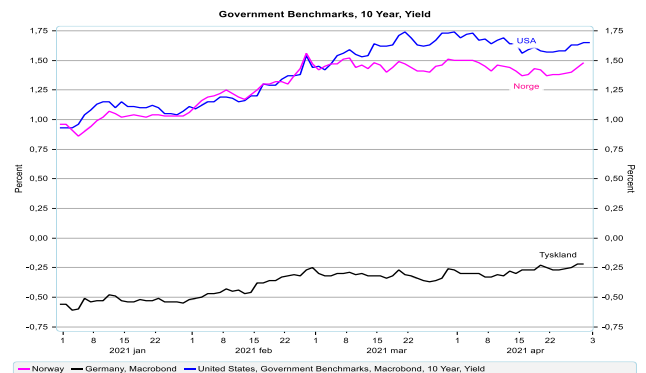
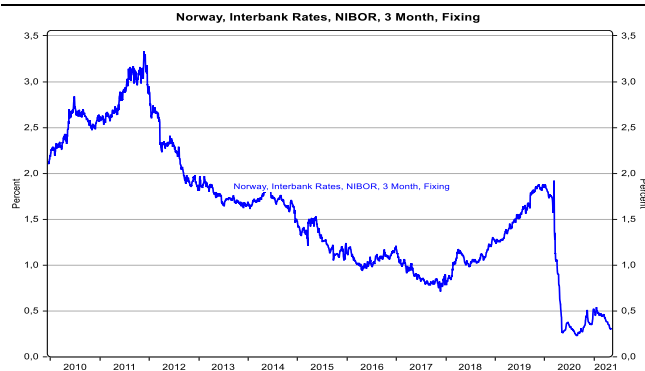
Med gjenåpning vil trolig folk ta igjen en del reising, noe som kan øke etterspørsel etter råvarer og energi videre, og gi enda høyere olje- og råvarepriser. Spørsmålet er hva som skjer når tilbudet har økt og skapt mer balanse i markedet. Det er nok det sentralbanken venter på, når de sier at de tror prisøkningene nå kun skyldes midlertidige forhold, og at de venter at prisveksten vil komme ned til i snitt 2% årlig de neste årene.

Bidens første 100 dager bidrar til inflasjonsfrykten

President Biden har vært svært handlekraftig og utnyttet handlingsrommet med flertall i begge kammer. Han er den president som har gjennomført flest presidentordrer, siden Franklin Roosevelt krisepakker i forbindelse med depresjonen i 1933. Av Bidens 42 presidentordre var halvparten reversering av presidentordre som Trump hadde innført. Bidens viktigste grep har vært:

- Krisepakken i mars til USD 1 900 mrd
- Infrastrukturinvesteringer til USD 2 300 mrd
- Økt støtte til familier, til USD 1 800 mrd.

Handlingsrommet kommer, i tillegg til rent flertall i kongressen, av at statens lånerente er rekordlav, og av stormaktsrivaliseringen med Kina. Begge deler samler flertall for store investeringsprogram for å øke hjemflagging av industri, grønn omstilling og bedre utdanning og forskning. Bidens popularitet har vært om lag uendret de første 100 dager, på 57%. Blant demokratiske velger er hele 94% fornøyd med Biden, mens bare 11% av republikanerne er det. Forslag om kraftig økt skatt vil trolig redusere oppslutningen fra republikanske velgere enda mer, og kan risikere å svekke oppslutningen også fra en del demokratiske velgere i øvre middelklasse.

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 siden årsskifte**