

## Konsekvenser av en handelskrig

Oslo, 9. august 2018

### En refleksjon

*“A higher U.S. tariff wall will shield some industries from competition, but rising input costs will be widely felt because of extensive supply chains between and within industries.”*

BCA Research, Global Investment Strategy, 27. juli 2018

### Makro

Økt proteksjonisme og handelskrig har ulike konsekvenser for de forskjellige sektorene i økonomien.

BCA Research beskriver i Global Investment Strategy fra 27. juli at økte handelsbarrierer påvirker realøkonomien gjennom fem kanaler:

- 1) Den direkte effekten kan være positiv for sektorer som blir beskyttet av høyere tollsatser og negativ for de som blir utsatt for det.
- 2) Den indirekte effekten kommer av de mange og lange forsyningskjedene, hvor underleverandører blir utsatt for økte handelsbarrierer.
- 3) Utenlandske direkteinvesteringer, som for eksempel datterselskaper i utlandet, kan få et verre lokalt regelverk å jobbe under.
- 4) Makroeffekten blir tydelig når forutsigbarheten reduseres for internasjonalt næringsliv og veksten i verdensøkonomien svekkes.
- 5) Valutaeffekten er en sterk kanal, men ikke like aktuell i en handelskonflikt hvor alle parter gjensidig øker sine handelsbarrierer.

Vinnerne blant sektorene vil være de med stor andel av lokale produksjonskostnader, nasjonale kjøpere og helst produkter hvor konkurrerende importører blir svekket av økt toll.

For å kunne tydeliggjøre konkrete forskjeller i effekter, analyserer BCA sektorene i to dimensjoner i nevnte publikasjon. Den ene dimensjonen er grad av omsetning som er knyttet til eksport, og dermed blir påvirket av eksporttoll til forbrukerlandene. Den andre dimensjonen er andel av produksjonsfaktorer som blir påvirket av importtoll.

Analysen med de nevnte dimensjonene er illustrert i tabellen til høyre for et utvalg av sektorene.

### Effekter av handelsbarrierer varierer

Sektorer i USA	Andel tollutsatt eksportomsetning	Andel tollutstatter produksjonsfaktorer
Teknologi og maskinvare	64 %	59 %
Kapitalvarer	53 %	58 %
Bil	46 %	71 %
Forbruksvarer og klær	44 %	54 %
Energi	48 %	18 %
Detaljhandel	19 %	12 %
Banker	8 %	2 %
Telekom	2 %	20 %

Kilde: BCA Research

Tabellen indikerer at det ikke er lik konsekvens for de ulike sektorene av den direkte effekten gjennom toll på eksport og den indirekte effekten gjennom handelsbarrierer for import av deler og andre produksjonsfaktorer.

Teknologi- og bilindustrien i USA har stor eksportandel og har viktige internasjonale forsyningskjeder av underleverandører. Dette gjør dem til sårbare sektorer i en eventuell eskalering av en handelskrig. Det samme gjelder kapitalvarer, forbruksvarer og klær.

Sektorer med mer lokalt eller nasjonalt preg er på den andre siden mindre sårbare. Blant disse er detaljhandel, banker og mange servicesektorer. Dog viser sårbarhetene til forbruksvarer og klær at priser på varene i detaljhandelen vil kunne påvirkes av toll.

BCAs analyse har et fokus på USA. Det internasjonale pengefondet (IMF) oppsummerer sine forventninger til verdenshandelen i sin helhet i World Economic Outlook, senest oppdatert 16. juli. IMF estimerer at det fortsatt vil være vekst i volumet av verdenshandelen, men at denne veksten vil svekkes over kommende år.

### Avkastning – hittil i år

Avkastningen til MSCI All Countries World har vært volatil hittil i år. Per 31. juli har indeksen steget med 3,8 % målt i lokal valuta, mens tilsvarende avkastning i NOK var 2,0 %. Sektorene forbruk, energi, helse, teknologi og forsyning viser positiv avkastning, mens øvrige sektorer har negativ avkastning hittil i år. Oslo Børs har i disse omgivelsene klart seg bra relativt til aksjemarkedet som helhet.

Hittil i år per 31. juli hadde indeksen MSCI Developed World steget med 3,0 %, mens indeksen MSCI Emerging World har falt med 5,2 %, begge målt i NOK. Det har vært et tydelig skille mellom utviklede og fremvoksende markeder i år. Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, steg i samme periode 9,4 %.

Lange renter har steget svakt så langt i år. ST5X hadde per 31. juli en rente på 1,6 % mot 1,2 % ved inngangen til året. Dette har medført at avkastningen til ST5X har vært -0,7 % så langt i år. Korte statskasserveksler, representert ved ST1X, har gitt en avkastning på 0,3 %. Så langt i år har gullprisen falt med 6,1 %. Industrimetallpriser har utviklet seg svakt i samme periode, hvor kobberprisen er ned 12,9 % og aluminiumsprisen er ned 8,7 %. Oljeprisen har derimot steget med 11,0 %. Alle råvarepriser er målt i USD.

Innen valuta har NOK om lag samme kurs mot USD som ved inngangen til året. EUR har svekket seg mot NOK med 3,2 % i samme periode. GBP og SEK har også svekket seg mot NOK.

### Likviditet, Verdi og Sentiment

Finansmarkedene er i en fase hvor likviditeten svekkes. I USA heves rentene, sentralbankbalansen bygges ned og en sterk USD har en kontraktiv virkning på likviditeten i de globale finansmarkedene. En for sterk oppgang i amerikanske renter, kombinert med redusert likviditet av USD, kan få USD-kursen til å styrke seg videre og ha negative konsekvenser for global vekst.

Tony Boeckh, Editor-in-Chief i Alpine Macro, hevder dog at likviditeten i det amerikanske markedet enda ikke har blitt stram. Likevel er det knyttet større usikkerhet til fremtidig likviditetsutvikling.

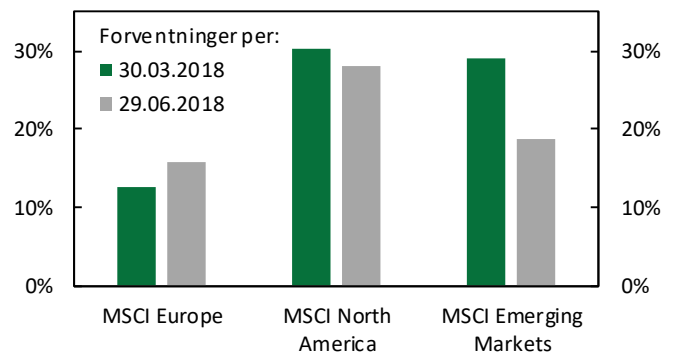
I Europa har sentralbanken kommunisert at den avslutter sine obligasjonskjøp i år, men kredittveksten til næringslivet er fremdeles tiltagende.

Inntjeningsrapporteringen for 2. kvartal er snart i mål. Det har vært nok et godt kvartal for inntjeningen. Veksten varierer likevel, med betydelig sterkere vekst for amerikanske aksjer sammenlignet med europeiske aksjer.

Forventningene til inntjeningsvekst de neste 12 månedene i forhold til realisert inntjening varierer mellom regionene, som illustrert i figuren til høyre. Vekstforventningene for Europa og Nord-Amerika holder seg relativt stabile, noe vi tolker positivt. Vekstforventningene for vekstmarkedene er svekket siste kvartal og bidratt til negativ avkastning i regionen.

Amerikanske teknologiaksjer har levert god inntjeningsvekst i gjennomsnitt. Nedjusterte inntjeningsforventninger for Facebook lagde likevel overskrifter og historiens største intradag børsfall målt i dollar for et enkeltsekskap. Dette er uten tvil en kraftig justering, men børskursen falt likevel ikke lenger tilbake enn til nivået ved nyttår.

Forventet inntjeningsvekst neste 12 måneder



Kilde: Bloomberg, Industrifinans

Markedssentimentet er nå klart svekket i vekstmarkedene, noe ujevnt i Europa, mens USA og Norge fortsatt holder seg i positiv trend, målt ved tradisjonelle glidende snitt. Oslo Børs Hovedindeks satte ny toppnotering med 906,86 den 8. august.

### Konklusjon

Den globale inntjeningsveksten og underliggende økonomisk vekst er fortsatt god. Verdsettelsen av obligasjoner, eiendom og aksjer er høy og vil være sårbar for stigende renter eller fall i inntjeningen.

Vi opprettholder nøytralvekt i aksjer. Renteporteføljen har en moderat kredittkspenning og er undervektet rentebinding.

### Relevante markedsindikatorer per 31. juli 2018

Avkastningsperiode, ikke annualisert:	siste mnd	3 mnd	hittil i år	12 mnd	3 år	5 år	kurs/yield
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 mnd	0.1 %	0.2 %	0.3 %	0.4 %	1.6 %	4.2 %	0.67 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 år	-0.3 %	0.1 %	-0.4 %	0.2 %	2.1 %	8.9 %	1.35 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 5 år	-0.7 %	0.3 %	-0.7 %	0.1 %	2.6 %	13.5 %	1.59 %
Barclays Multiverse Hedged USD	0.1 %	0.6 %	0.1 %	1.4 %	8.4 %	18.1 %	2.28 %
Barclays Global Aggregate Hedged USD	0.0 %	0.6 %	0.1 %	1.3 %	7.7 %	17.3 %	2.05 %
Barclays Global High Yield Hedged USD	1.7 %	0.4 %	-0.2 %	1.8 %	20.4 %	32.6 %	6.22 %
Oslo Børs Fondsindeks	2.2 %	4.5 %	9.4 %	20.8 %	38.8 %	77.3 %	866.80
Oslo Børs Hovedindeks	2.0 %	4.2 %	10.1 %	22.4 %	40.3 %	81.0 %	896.40
Oslo Børs Small Cap Index	1.5 %	3.7 %	5.9 %	9.7 %	12.1 %	31.1 %	705.25
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	0.5 %	2.2 %	4.8 %	9.0 %	48.1 %	112.9 %	1 742.00
Oslo Børs Eiendomsindeks	5.2 %	9.0 %	2.5 %	10.3 %	42.3 %	91.2 %	--
VINX Benchmark Cap	4.2 %	3.7 %	1.9 %	8.5 %	22.8 %	98.8 %	399.78
MSCI All Countries (AC) World Local	3.0 %	3.9 %	3.8 %	12.1 %	29.3 %	64.8 %	--
MSCI All Countries (AC) World	3.1 %	4.4 %	2.0 %	15.1 %	29.0 %	113.4 %	--
MSCI Developed World	3.2 %	5.6 %	3.0 %	16.1 %	29.0 %	117.8 %	--
MSCI Emerging World	2.3 %	-3.8 %	-5.1 %	8.3 %	29.0 %	78.8 %	--
MSCI Frontier World	3.8 %	-7.6 %	-8.1 %	7.1 %	13.5 %	70.4 %	--
MSCI Developed Europe (EMEA)	3.4 %	1.0 %	-0.6 %	9.6 %	13.1 %	80.0 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	4.7 %	0.7 %	-3.4 %	8.3 %	15.0 %	21.2 %	--
MSCI Developed North America	3.6 %	8.5 %	5.3 %	19.5 %	37.7 %	141.7 %	--
MSCI Emerging Latin America	9.3 %	-7.4 %	-3.5 %	4.5 %	26.2 %	35.3 %	--
MSCI AC Asia Pacific ex Japan	1.2 %	-1.8 %	-3.7 %	9.3 %	30.4 %	96.5 %	--
MSCI Japan	0.5 %	-1.4 %	-2.2 %	12.8 %	19.6 %	97.1 %	--
MSCI AC Consumer Discretionary	1.0 %	3.5 %	4.4 %	18.6 %	28.9 %	126.8 %	--
MSCI AC Consumer Staples	2.9 %	5.1 %	-4.0 %	5.1 %	13.8 %	86.5 %	--
MSCI AC Energy	2.2 %	5.8 %	7.7 %	26.4 %	26.9 %	48.8 %	--
MSCI AC Financials	4.5 %	-0.3 %	-3.0 %	9.1 %	24.2 %	100.5 %	--
MSCI AC Health Care	5.8 %	9.5 %	6.7 %	15.4 %	11.5 %	129.3 %	--
MSCI AC Industrials	4.7 %	4.2 %	-0.4 %	13.8 %	34.2 %	115.7 %	--
MSCI AC Information Technology	1.7 %	7.8 %	8.3 %	27.1 %	73.7 %	231.3 %	--
MSCI AC Materials	2.6 %	2.9 %	-1.4 %	15.2 %	39.5 %	90.2 %	--
MSCI AC Real Estate	1.1 %	3.3 %	-1.9 %	7.4 %	16.9 %	84.9 %	--
MSCI AC Telecommunication	3.4 %	-1.0 %	-7.0 %	-1.8 %	-2.0 %	58.1 %	--
MSCI AC Utilities	2.4 %	3.0 %	1.7 %	6.5 %	17.0 %	82.4 %	--
USDNOK	0.1 %	1.8 %	-0.6 %	3.8 %	-0.2 %	38.4 %	8.16
EURNOK	0.2 %	-1.4 %	-3.1 %	2.5 %	6.2 %	21.8 %	9.54
GBPNOK	-0.5 %	-3.0 %	-3.4 %	3.0 %	-16.2 %	19.5 %	10.71
JPYNOK	-0.9 %	-0.5 %	0.1 %	2.2 %	10.8 %	21.1 %	0.07
CNYNOK	-3.0 %	-5.4 %	-5.0 %	1.7 %	-8.9 %	23.6 %	1.19
CHFNOK	0.2 %	1.8 %	-2.1 %	1.3 %	-2.7 %	29.5 %	8.24
SEKNOK	1.8 %	1.3 %	-7.5 %	-4.8 %	-2.2 %	2.6 %	0.93
Bloomberg Commodity	-2.1 %	-4.2 %	-2.1 %	2.7 %	-4.7 %	-30.7 %	--
Bloomberg Agriculture and Livestock	1.5 %	-6.2 %	-4.3 %	-11.2 %	-15.0 %	-32.5 %	--
Brent Crude (ICE)	-6.5 %	-1.2 %	11.0 %	41.0 %	42.2 %	-31.1 %	74.25
Gull spot	-2.3 %	-6.9 %	-6.1 %	-3.6 %	11.7 %	-7.6 %	1 224.09
Aluminium spot	-4.3 %	-8.7 %	-8.7 %	8.7 %	30.3 %	17.3 %	2 060.75
Kobber spot	-5.2 %	-7.2 %	-12.9 %	-0.9 %	20.3 %	-8.6 %	6 279.25

Alle avkastningstall er i NOK uten valutasikring, med unntak av globale renteindekser (avkastning i USD),

MSCI All Countries (AC) World Local (avkastning i lokal valuta) 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.