

Handelskrigen har satt preg på økonomisk vekst

Oslo, 6. juni 2019

En refleksjon

"We came to the starting point of the Long March to experience the Red Army's departure at that time. It's a new Long March now, and we must start all over again."

President Xi Jinping om handelskrigen, uttalt 20. mai ved minnesmerket over den røde hærs lange marsj i 1934

Makro

President Xi Jinping henviste nylig til den episke, lange marsjen i det kinesiske kommunistpartiets historie for å mane til tilsvarende utholdenhet i dagens langvarige økonomiske konflikt mellom USA og Kina. Spenningene mellom de to stormaktene er blitt mer enn svingende forventninger knyttet til like skiftende Twitter-meldinger. Selskaper tilpasser seg nå nøkternt til den nye virkeligheten, fabrikker flyttes og leverandørkjeder restruktureres.

OECDs siste [Economic Outlook-rapport fra mai](#) henviser til noen realøkonomiske fakta i denne geopolitiske og økonomiske utviklingen. Global handelsvekst har de facto svekket seg siden nye tollsatser ble innført i 2018, som framgår av figuren til høyre, som er hentet fra OECD sin rapport.

OECD analyserer fire utviklingstrinn i konflikten og de spor den setter. Det første er allerede gjennomført med tiltakene som trådte i kraft i 2018. Det andre er de nye tiltak som ble annonsert i mai 2019 med økning av tollsatser fra 10 % til 25 % på vareimport til en årlig verdi av USD 200 milliarder. Bare disse tiltakene alene, ventes å svekke veksten i verdenshandelen med 0,7 prosentenheter fram mot 2021-22. Trinn tre er en potensiell utvidelse av konflikten til den resterende delen av den bilaterale handelen mellom USA og Kina. Til sist vil konflikten sette spor ved usikkerheten som påføres selskapenes forretnings- og investeringsplaner. Skulle alle fire trinnene slå til, anser OECD at global handelsvekst blir rundt 2 prosentenheter svakere enn hva den ellers ville ha blitt fram mot 2021-22.

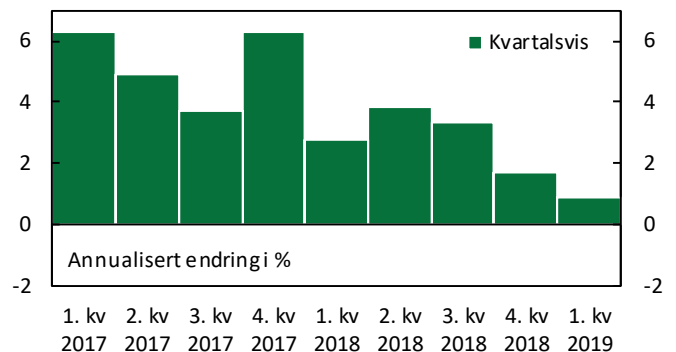
OECD skriver at redusert handel nå har gitt reduksjon i realøkonomisk vekst og økt inflasjon på enkelte produkter. Skulle USA og Kina oppnå en handelsavtale som reverserer tiltakene, mener OECD at kontrollert handel uansett vil gi lavere vekst enn frihandel.

Konflikten ble utvidet ved et tverrpolitisk lovforslag fra medlemmer i kongressens etterrettingskomite tidligere i år og en Executive Order on Securing the Information and Communications Technology fra

president Trump i mai. Felles fokus har vært teknologi som kan utnyttes av enheter som potensielt svekker amerikansk nasjonal sikkerhet og politiske interesser.

Kinesiske Huawei, som ifølge Reuters er verdens største produsent av utstyr til telekommunikasjon, er rammet av denne ordren. Huawei er sentral i utvikling og bygging av neste generasjons mobilnett (5G) og tett knyttet til et stort antall amerikanske og vestlige selskaper. Selskapet hevder, ifølge BBC den 30. mai, at de kjøper halvparten av mikroprosessorene sine fra USA og at 1200 amerikanske selskaper vil bli direkte rammet av utestengingen.

Handelskrigen har svekket handelsveksten



Kilde: OECD

På kort sikt er det nettopp investeringer i teknologi-sektoren som er mest utsatte for en investor. I følge Alpine Macros rapport av 3. juni, har kinesiske teknologiselskaper 9 % av sitt salg til USA og amerikanske teknologiselskaper har 14 % av sitt salg til Kina. Energi- og industrisektoren følger etter.

På lang sikt er det naturligvis vanskeligere å estimere konsekvensene av konflikten. Da tiltak finner støtte innen begge amerikanske partiene og møtes av en ettpartistat som maner innbyggerne til utholdenhet, vil det verdenshandelen kunne se strukturelle endringer som setter langsiktige, dype spor.

Avkastning – hittil i år

Avkastningen til verdensindeksen for aksjer, MSCI All Countries World, har vært sterk hittil i år etter fallet i 2018, dog med negativ avkastning i mai. Per 31. mai hadde indeksen steget 10,5 % målt i NOK og 9,6 % målt i lokal valuta hittil i år. IT og eiendom har hatt sterkest avkastning blant sektorene. MSCI Developed World steg i samme periode 11,2 %, mens indeksen MSCI Emerging World steg 5,5 %, begge målt i NOK.

Hittil i år, per 31. mai hadde Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, steget 7,9 %. Finans hadde sterkest avkastning blant sektorene, med 15 % avkastning, mens forbruk og energi hadde svakest avkastning, med henholdsvis -11,3 % og -1,5 % avkastning.

Lange norske statsrenter er 1,4 %, mot 1,5 % ved nyttår, målt som løpende rente til ST5X, indeksen for 5-årige norske statsrenter.

Norske kredittobligasjoner med høy kredittverdighet og 3 års durasjon, som målt ved Nordic Bond Pricing (NBP) sin indeks NORM123D3, har gitt 1,2 % avkastning hittil i år per 31. mai. Løpende avkastning er 2,1 %, mot 2,2 % ved nyttår. Norske høyrenteobligasjoner valutasikret, som målt ved NBP sin indeks HYNK har gitt 3,5 % avkastning i samme periode, og løpende avkastning har falt fra 7,6 % til 6,7 % siden nyttår.

Hittil i år har gullprisen steget med 1,8 %. Kobberprisen har falt 2,4 % og aluminiumprisen har falt 4,8 %. Alle råvarepriser er målt i USD. Oljeprisen har steget med 19,9 %. Kobber og olje falt markant i pris i mai.

Valutamarkedet har vært preget av høy volatilitet. Hittil i år har EUR og SEK svekket seg mot NOK med henholdsvis 1,3 % og 5,5 %, mens USD og GBP har styrket seg mot NOK med henholdsvis 1,3 % og 0,3 %.

Likviditet, Verdi og Sentiment

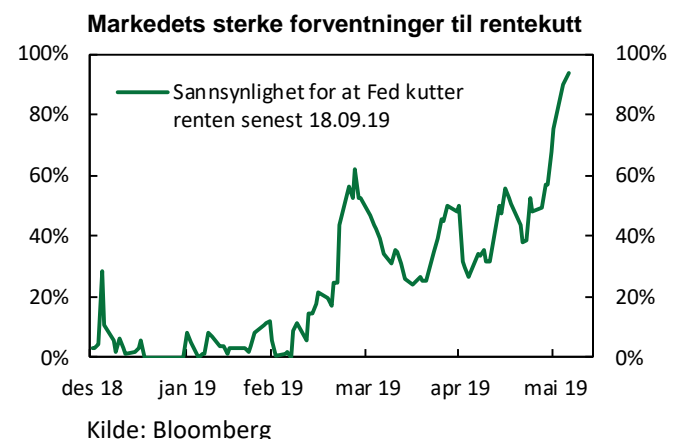
Markedet har nå sterke forventninger til at den amerikanske sentralbanken (Fed) vil sette ned renten i høst. Med utgangspunkt i markedsprisene på derivater av disse rentene, kan det estimeres hva markedet anser som sannsynligheten for ulike renteendringer. Figuren til høyre viser utviklingen i implisert sannsynlighet for at styringsrenten fra Fed blir kuttet senest i rentemøtet 18. september i inneværende år. Ved nyttår var denne sannsynligheten nær null. I april og mai var det om lag 50 % sannsynlighet for kutt. I starten av juni endret dette seg kraftig til om lag 100 % sannsynlighet for rentekutt senest i Feds rentemøte 18. september. Dette har sammenfalt med ny oppgang i S&P 500.

I markedsbrevet for et halvt år siden, desember 2018, beskrev vi hvordan analysehusene TS Lombard og Alpine Macro mente at Fed burde eller ville ta en pause i rentehevingene etter møtet i desember. Det gjorde Fed. Selv de mer realøkonomiske optimistiske analysene fra BCA Research, som indikerte flere nye rentehevinger i 2019, har nå endret tone. BCA konkluderer nå at Fed iallfall ikke vil øke renten i år.

Jerome Powell i Fed kommenterte situasjonen slik i en tale 4. juni: "We are closely monitoring ... the U.S. economic outlook and, as always, we will act as appropriate to sustain the expansion, ..."

Konklusjon

Den globale inntjeningsveksten og underliggende økonomiske veksten er svakere enn før. Det er forventninger om fortsatt vekst, men med en svakere veksttakt.



Alt annet like er lavere renter positivt for aktivpriser. Dog er vurderingene for rentekutt hos Fed dataavhengig og vil realiseres med tilsvarende forventet svekkelse i den amerikanske økonomien.

For amerikanske, europeiske og det norske aksjemarkedet er markedssentimentet noe usikkert, målt ved 50, 100 og 200 dagers glidende snitt.

Verdsettingen er noe lavere enn tidligere, men vil være sensitive til pengepolitikk, geopolitikk og inntjeningsutvikling. Vi har om lag nøytralvekt i aksjer. Vi har overvekt i høyrente og er undervektet rentebinding.

Relevante markedsindikatorer per 31. mai 2019

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 %	0.3 %	0.4 %	0.8 %	1.7 %	3.6 %	1.23 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 år	0.5 %	0.3 %	0.5 %	1.1 %	2.4 %	8.3 %	1.34 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 5 år	1.0 %	0.9 %	1.5 %	2.1 %	3.4 %	13.4 %	1.39 %
NBP obligasjoner, høy kredittverdighet (RM123D3)	0.3 %	0.7 %	1.2 %	1.9 %	5.8 %	--	2,14 %
NBP høyrenteobligasjoner (HYNK)	0.4 %	1.7 %	3.5 %	4.7 %	31.2 %	--	6,72 %
Bloomberg Barclays Global Multiverse Hedged NOK	1.2 %	2.8 %	4.0 %	4.8 %	7.3 %	18.7 %	1.93 %
Bloomberg Barclays Global Aggregate Hedged NOK	1.3 %	3.0 %	3.9 %	4.9 %	6.6 %	18.3 %	1.69 %
Bloomberg Barclays Global High Yield Hedged NOK	-1.0 %	0.4 %	6.0 %	3.5 %	17.3 %	23.3 %	6.47 %
Oslo Børs Fondsindeks	-2.6 %	-0.6 %	7.9 %	-1.3 %	36.3 %	43.6 %	838.45
Oslo Børs Hovedindeks	-3.3 %	-1.5 %	6.6 %	-2.7 %	38.0 %	40.8 %	853.12
Oslo Børs Small Cap Index	-4.9 %	0.8 %	9.0 %	-12.5 %	11.3 %	-5.3 %	630.22
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	0.6 %	4.8 %	13.4 %	18.6 %	98.6 %	109.7 %	1 997.78
Oslo Børs Eiendomsindeks	-0.8 %	7.1 %	9.8 %	8.8 %	41.4 %	85.4 %	--
VINX Benchmark Cap	-5.4 %	-1.5 %	5.9 %	0.7 %	19.8 %	56.2 %	393.79
MSCI All Countries (AC) World Local	-5.8 %	-0.8 %	9.6 %	0.4 %	31.2 %	40.9 %	--
MSCI All Countries (AC) World	-4.5 %	0.7 %	10.5 %	5.7 %	35.6 %	89.0 %	--
MSCI Developed World	-4.4 %	1.1 %	11.2 %	6.8 %	35.4 %	92.7 %	--
MSCI Emerging World	-5.9 %	-2.3 %	5.5 %	-2.2 %	38.7 %	60.1 %	--
MSCI Frontier World	3.7 %	5.9 %	10.8 %	6.0 %	25.5 %	37.7 %	--
MSCI Developed Europe (EMEA)	-4.1 %	0.7 %	9.9 %	1.6 %	21.6 %	46.1 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	0.8 %	3.4 %	10.1 %	14.5 %	36.6 %	27.5 %	--
MSCI Developed North America	-4.9 %	1.3 %	12.3 %	10.1 %	42.3 %	118.9 %	--
MSCI Emerging Latin America	-0.6 %	-1.9 %	7.5 %	15.8 %	49.3 %	38.5 %	--
MSCI AC Asia Pacific ex Japan	-5.6 %	-1.7 %	6.9 %	-2.3 %	38.6 %	72.3 %	--
MSCI Japan	-2.5 %	0.2 %	5.2 %	-3.6 %	24.0 %	85.1 %	--
MSCI AC Consumer Discretionary	-6.8 %	0.5 %	10.9 %	4.1 %	36.4 %	104.4 %	--
MSCI AC Consumer Staples	-1.7 %	4.9 %	11.3 %	14.6 %	17.2 %	82.3 %	--
MSCI AC Energy	-6.1 %	-4.0 %	7.3 %	-6.6 %	17.4 %	15.0 %	--
MSCI AC Financials	-4.6 %	-0.2 %	9.5 %	2.1 %	35.9 %	77.2 %	--
MSCI AC Health Care	-1.2 %	-2.1 %	4.0 %	11.4 %	25.1 %	98.8 %	--
MSCI AC Industrials	-5.1 %	-0.7 %	12.3 %	3.1 %	33.0 %	84.9 %	--
MSCI AC Information Technology	-7.3 %	3.0 %	16.6 %	7.1 %	77.7 %	184.6 %	--
MSCI AC Materials	-5.8 %	-2.6 %	6.2 %	-4.2 %	35.8 %	56.2 %	--
MSCI AC Real Estate	0.8 %	5.1 %	15.1 %	15.5 %	26.7 %	90.9 %	--
MSCI AC Communication Services	-4.6 %	3.3 %	11.4 %	16.0 %	9.1 %	53.2 %	--
MSCI AC Utilities	0.4 %	2.8 %	9.4 %	18.8 %	28.2 %	80.6 %	--
USDNOK	1.5 %	2.3 %	1.3 %	7.1 %	4.6 %	46.6 %	8.77
EURNOK	1.1 %	0.5 %	-1.3 %	2.3 %	4.9 %	20.2 %	9.77
GBPNOK	-1.7 %	-2.5 %	0.3 %	1.7 %	-8.8 %	10.5 %	11.06
SEKNOK	1.4 %	-0.5 %	-5.5 %	-0.7 %	-8.3 %	3.2 %	0.92
Bloomberg Commodity	-3.4 %	-3.9 %	2.3 %	-12.4 %	-5.1 %	-39.4 %	--
Bloomberg Agriculture and Livestock	5.1 %	1.1 %	0.0 %	-12.0 %	-23.5 %	-40.9 %	--
Brent Crude (ICE)	-11.4 %	-2.3 %	19.9 %	-16.9 %	29.8 %	-41.1 %	66.87
Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	-11.8 %	2.2 %	5.4 %	-16.8 %	6.8 %	55.8 %	61.33
Gull spot	1.7 %	-0.6 %	1.8 %	0.5 %	7.4 %	4.5 %	1 288.65
Aluminium spot	-0.6 %	-6.2 %	-4.8 %	-22.6 %	14.9 %	-1.9 %	1 757.50
Kobber spot	-9.7 %	-11.4 %	-2.4 %	-15.2 %	23.6 %	-16.1 %	5 822.00

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.