

## Strukturelle endringer i internasjonal handel

Oslo, 10. august 2022

### En refleksjon

*“America invented the semiconductor, but today produces about 10 percent of the world’s supply—and none of the most advanced chips. Instead, we rely on East Asia for 75 percent of global production.”*

*“CHIPS and Science Act Will Lower Costs, Create Jobs, Strengthen Supply Chains, and Counter China”, Det hvite hus, 9.8.22*

### Konsekvenser av siste ukers lovgivning i USA

Denne uken vedtok Senatet i USA nytt lovverk for klima og helse som er finanspolitisk ekspansivt. For to uker siden vedtok Kongressen nytt lovverk for tilrettelegging av innenlands produksjon av halvlederbrikker. Begge bidrar til nye subsidier til næringslivet, men har vel så interessante konsekvenser for amerikansk import.

Det har vært skrevet mye i finanspresse om proteksjonistiske trender i mange land, som motreaksjon mot uønskede konsekvenser av globaliseringen. Det president Biden med den amerikanske administrasjonen nå har fått vedtatt, er mer motivert av nasjonale sikkerhetsinteresser.

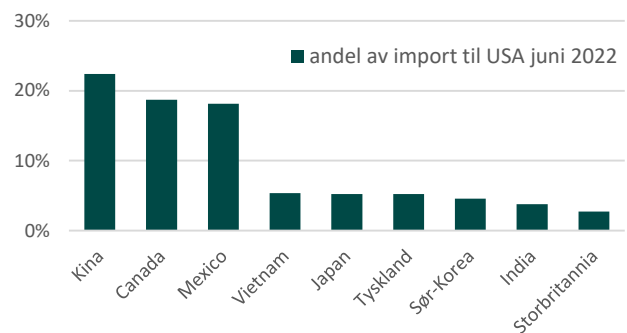
Globaliseringen har flyttet store deler av verdens vareproduksjon til fremvoksende markeder. Større land som Kina fikk et stort produksjonshegemoni. USA ønsker nå å sikre leveransene til egne selskaper og forbrukere ved å legge til rette for større innenlands produksjon. På denne måten trygges produksjonen både for utilsiktede produksjons- og logistikkproblemer, men også for geopolitiske spenninger. Figuren til høyre viser andel av import til USA fordelt på opprinnelsesland. To områder har hatt stort fokus i denne debatten:

For det første har halvlederbrikker i stor grad vært importert fra Taiwan. Den siste tidens geopolitiske spenninger mellom USA og Kina har gjort denne essensielle importen til et sentralt tema. Dette blir enda mer tydelig med Kinas siste militærøvelser like rundt kysten til Taiwan. Biden-administrasjonens politiske mål om å motvirke Kinas økende dominans er så sentralt for dem at det ble tatt med i den omstendelige tittelen til deres [offisielle presentasjon av loven](#), som angitt i refleksjonen. Løsningen har vært å legge til rette for innenlands produksjon. Financial Times skriver 28. juli at den amerikanske tiltakspakken føyer seg inn i rekken av tilsvarende tiltak fra myndighetene i EU og Japan.

### Kommentarer til markedsavkastning hittil i år

Den brede verdensindeksen for aksjer, MSCI ACWI, har falt 6,3 % hittil i år per 31. juli, målt i NOK. For investorer som har søkt valutasikring har fallet vært større, med 12,8 % i samme

### USA vil redusere sin importavhengighet av Kina



Kilde: [US Bureau of Consensus](#)

For det andre har USA en lang historikk med geopolitiske spenninger som resultat av avhengighet av oljeimport fra Midt-Østen. Skiferoljeproduksjonen i USA ble i stor grad en løsning på dette problemet. For langsiktig energiuavhengighet er det også viktig å henge med i utvikling og produksjon av fornybar energi. Selv om klima og helse var sentrale elementer i lovutkastet, ble energiuavhengighet viktig i debatten i Senatet før vedtaket. Den demokratiske senatoren Joe Manchin, som alene hadde blokkert den legislative pakken, gav seg til slutt med henvisning til USAs behov for energisikkerhet. Tiltak for energisikkerhet som også endrer internasjonal handelsstruktur, har også blitt høyaktuelt i EU, som søker uavhengighet fra Russland hva angår import av naturgass.

En del av disse tiltakene i ulike land øker innenlands produksjon, mens andre gir endringer i fordelingen av import mellom produksjonsland. I begge tilfeller er internasjonal handel i endring.

periode for MSCI ACWI Hedged NOK. Verdensindeksen steg i juli. Oslo Børs Fondsindeks har falt 1,4 % hittil i år per 31. juli. Også Oslo Børs steg i juli.

Råvarer har tidligere i år generelt steget kraftig i pris. Flere av disse har likevel moderert seg senere. Bloomberg Commodity Index, som er en bred samleindeks for råvarer, har steget 23,5 % målt i USD, hittil i år per 31. juli, men har den siste tiden falt tilbake til nivåer nærmere krigsutbruddet i Ukraina. Spesifikke råvarepriser har svært ulik utvikling i år. Naturgass har steget 120 % målt i USD, hittil i år per 31. juli, som kan tilskrives den geopolitiske situasjonen. Oljeprisen Brent Blend har holdt seg rundt USD 100. Hveteprisen, som har vært preget av krigen er per 31. juli tilbake på nivåer fra før krigsutbruddet og kun 4,8 % høyere enn ved nyttår, målt i USD. Indeksen Bloomberg Industrial Metal har falt 8,1 % hittil i år, som kan tilskrives økt realøkonomisk usikkerhet.

I juli steg obligasjonsverdiene. Norske kredittobligasjoner, målt ved NBP RM123D3, steg 1,0 % i juli, men har falt 3,0 % hittil i år, målt i NOK. På den annen side har løpende renteavkastning for den sentrale referanseindeksen for norske

obligasjonsfond steget markant, fra 2,1 % ved nyttår til 3,8 % per 31. juli. NBP sin referanseindeks for høyrenteobligasjoner steg 0,6 % i juli, og har steget 0,3 % hittil i år, målt i NOK.

Det kan muligens virke underlig at de mer trygge obligasjonene har falt 3,0 %, mens høyrente har steget 0,3 % i første halvår. Årsaken er at rentedurasjonen til referanseindeksen for høy kredittverdighet er lengst. Begrepet rentedurasjon kan forenkles til at når lånene varer lengre, betyr en renteoppgang mer. Referanseindeksen NBP RM123D1, for obligasjoner med høy kredittverdighet, men med en rentedurasjon som høyrenteindeksen, har til sammenligning kun falt 0,4 % hittil i år per 31. juli.

Det var stilindeksene for vekst og kvalitet som steg mest i juli. MSCI ACWI Growth steg 8,1 % i juli, og MSCI ACWI Quality steg 5,7 % i juli. MSCI ACWI Quality har falt 10,6 % hittil i år. Avkastningen er målt i NOK.

## Likviditet, verdsetting og sentiment

De tre faktorene i overskriften er fokusområder for vårt markedssyn for eventuell utnyttelse av frihetsgrader rundt strategiske vekter for taktisk allokering.

**Likviditeten** er nær et normalnivå i USA, hva angår pengepolitikk. Federal Reserve (Fed) mener at styringsrenten etter rentehevingen i juli er på hva de selv forventer som langsiktig nivå. Den europeiske sentralbanken har startet på veien mot normalisering, og den kinesiske sentralbanken har en heller ekspansiv politikk i den pågående håndteringen av Covid-19 nedstengning og urolig eiendomsmarked.

Fremdeles forventer markedet at styringsrenten skal ytterligere opp i USA, før den faller tilbake til om lag samme nivå som dagens styringsrente på 2,4 %. Jamfør figuren til høyre tror beslutningstakerne i Fed også at de nå har hevet renten til sitt langsiktige nivå. Dersom Fed tar feil og likevektsrenten er høyere, er selv dagens nivå ekspansivt og inflasjonsdrivende.

Markedet forventer at den europeiske sentralbankens styringsrente skal stige opp mot 2 % i løpet av et år. Den kinesiske sentralbanken er forventet å holde pengepolitikken ekspansiv.

Finansielle rammevilkår er nå også rundt normalnivå i USA, hverken spesielt ekspansive eller kontraktive.

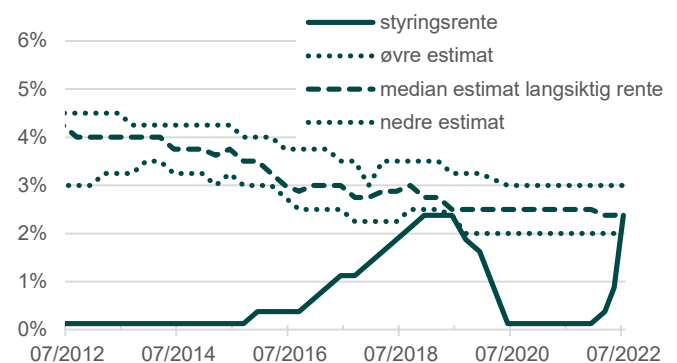
## Konklusjon

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

Sentralbanklikviditeten er stadig nærmere normalnivå. Markedet forventer ytterligere normalisering og en periode med kontraktiv pengepolitikk som skal temme inflasjonen.

**Verdsettingen** har falt ved at markedsverdiene i gjennomsnitt falt hittil i år mot fortsatt stabil eller stigende 12 måneders rapportert inntjening. Dette tilskrives generelt renteoppgangen som har hevet neddiskonteringsrenten. Inntjeningen har foreløpig holdt seg oppe for det globale aksjemarkedet.

### Fed forventer langsiktig styringsrente lik dagens nivå



Kilde: Federal Reserve, Industrifinans, per 31.7.22

**Sentimentet** er mindre negativt, ved at USA og Europa har indeksverdier under glidende 200-dagers gjennomsnitt, men over 50- og 100-dagers gjennomsnitt. Sentimentet blant investorer er fremdeles negativt.

Verdsettingen er lavere hittil i år, blant annet som et resultat av økt neddiskonteringsrate. Inntjeningen holder seg for det globale aksjemarkedet. Inntjeningsutviklingen vil være en avgjørende faktor for avkastning på kort til mellomlang sikt.

Sentimentet er mindre negativt.

Vi gjør ingen taktiske endringer.

### Relevante markedsindikatorer per 31. juli 2022

Avkastningsperiode, ikke annualisert:	1 mnd	3 mnd	hittil i år	12 mnd	3 år	5 år	kurs / yield
NBP Standard Liquidity Index	0,2 %	0,1 %	0,4 %	0,6 %	3,2 %	6,1 %	2,79 %
NBP obligasjoner, høy kredittverdighet	1,0 %	-0,7 %	-3,0 %	-3,8 %	1,6 %	5,4 %	3,79 %
NBP høyrenteobligasjoner	0,6 %	-1,5 %	0,3 %	2,6 %	10,7 %	23,1 %	9,17 %
Bloomberg Barclays Global Aggregate Hedged NOK	2,4 %	0,6 %	-7,0 %	-7,9 %	-2,3 %	4,8 %	2,60 %
Bloomberg Barclays Global High Yield Hedged NOK	4,4 %	-3,7 %	-12,0 %	-12,3 %	-5,9 %	0,4 %	8,53 %
Oslo Børs Fondsindeks	7,3 %	-1,4 %	-1,4 %	2,5 %	40,2 %	65,1 %	1 184,29
Oslo Børs Hovedindeks	7,1 %	1,1 %	4,3 %	10,5 %	45,9 %	71,1 %	1 253,18
Oslo Børs Small Cap Index	8,0 %	3,6 %	-0,6 %	4,5 %	39,4 %	37,6 %	884,71
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	3,8 %	-7,6 %	-9,5 %	11,3 %	60,8 %	102,3 %	3 233,33
VINX Benchmark Cap	7,3 %	-0,8 %	-13,5 %	-13,3 %	49,8 %	65,9 %	--
MSCI ACWI	5,0 %	1,0 %	-6,3 %	-1,9 %	39,4 %	79,6 %	--
MSCI ACWI Hedged NOK	6,9 %	-1,6 %	-12,8 %	-8,0 %	--	--	--
MSCI World	6,0 %	1,6 %	-5,9 %	-0,5 %	43,5 %	87,6 %	--
MSCI World Hedged NOK	7,8 %	-1,2 %	-12,6 %	-6,8 %	--	--	--
MSCI Emerging World	-2,1 %	-3,7 %	-9,9 %	-12,4 %	12,1 %	29,0 %	--
MSCI Frontier World	-0,6 %	-7,6 %	-11,8 %	-8,0 %	9,6 %	32,4 %	--
MSCI Developed Europe (EMEA)	3,0 %	-1,9 %	-8,8 %	-7,0 %	21,1 %	39,5 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	2,8 %	-8,6 %	-24,7 %	-21,8 %	-11,4 %	14,0 %	--
MSCI Developed North America	7,1 %	2,7 %	-5,3 %	1,8 %	55,2 %	115,8 %	--
MSCI Emerging Latin America	2,3 %	-3,6 %	13,7 %	-0,1 %	-6,7 %	15,1 %	--
MSCI ACWI Asia Pacific ex Japan	-1,8 %	-2,7 %	-7,5 %	-10,0 %	17,7 %	37,6 %	--
MSCI Japan	3,8 %	1,9 %	-7,6 %	-6,1 %	18,7 %	39,1 %	--
MSCI ACWI Communication Services	-0,1 %	-2,0 %	-18,3 %	-21,6 %	17,7 %	40,6 %	--
MSCI ACWI Consumer Discretionary	9,8 %	3,2 %	-13,3 %	-10,8 %	38,2 %	84,7 %	--
MSCI ACWI Consumer Staples	1,8 %	-0,3 %	2,3 %	7,9 %	28,0 %	57,6 %	--
MSCI ACWI Energy	4,5 %	5,2 %	34,0 %	50,5 %	33,0 %	60,8 %	--
MSCI ACWI Financials	2,6 %	-1,2 %	-4,0 %	1,5 %	23,3 %	44,6 %	--
MSCI ACWI Health Care	1,3 %	3,5 %	1,0 %	4,8 %	53,8 %	97,7 %	--
MSCI ACWI Industrials	6,9 %	2,4 %	-5,9 %	-3,6 %	29,5 %	61,7 %	--
MSCI ACWI Information Technology	10,1 %	2,5 %	-13,5 %	-4,9 %	82,3 %	179,9 %	--
MSCI ACWI Materials	1,5 %	-9,2 %	-6,6 %	-7,5 %	38,1 %	64,2 %	--
MSCI ACWI Real Estate	4,1 %	-2,3 %	-5,5 %	-0,6 %	14,1 %	45,2 %	--
MSCI ACWI Utilities	3,1 %	3,6 %	8,2 %	15,8 %	33,0 %	70,9 %	--
USDNOK	-1,8 %	3,0 %	9,7 %	9,6 %	9,1 %	23,0 %	9,67
EURNOK	-4,2 %	-0,1 %	-1,4 %	-5,7 %	0,7 %	6,1 %	9,88
GBPNOK	-1,8 %	-0,2 %	-1,3 %	-3,9 %	9,3 %	13,3 %	11,78
SEKNOK	-1,0 %	-0,3 %	-2,0 %	-7,1 %	3,9 %	-2,2 %	0,95
Bloomberg Commodity	4,3 %	-5,6 %	23,5 %	27,2 %	56,9 %	52,6 %	--
Bloomberg Agriculture and Livestock	-0,7 %	-10,2 %	9,7 %	15,5 %	55,6 %	25,5 %	--
Bloomberg Industrial Metal	1,6 %	-20,1 %	-8,1 %	-2,1 %	40,4 %	40,2 %	--
Brent Crude (ICE)	-4,2 %	0,6 %	41,4 %	44,1 %	68,8 %	108,9 %	110,01
Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	-17,1 %	-18,4 %	13,2 %	22,2 %	43,8 %	30,0 %	80,74
Gull spot	-2,3 %	-6,9 %	-3,5 %	-2,7 %	24,9 %	39,1 %	1 765,94
Aluminium spot	3,2 %	-17,4 %	-10,8 %	-3,6 %	41,4 %	32,1 %	2 504,24
Kobber spot	-3,9 %	-18,8 %	-18,6 %	-18,2 %	34,4 %	25,2 %	7 931,25

Alle avkastningstall er i NOK uten valutasingning, med unntak av NBP sine indekser (sikret til NOK), globale renteindekser (sikret til NOK), MSCI ACWI Hedged NOK og MSCI World Hedged NOK (sikret til NOK) 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 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.