



Söderberg
& Partners

Wealth
Management

MARKEDSKOMMENTAR

Toll-pause ga rekyl

MAI 2025

En forhandlingspause med nedtrapping av tollsatsene mellom USA og Kina bidro til et sterkt aksjemarked og lavere kredittpåslag i mai.



Christian Frengstad Bjerknes

SENIOR INVESTERINGSSPESIALIST

Utvikling - Utvalgte indekser

Aksjer

5,3%

Oslo Børs (fondsindeksen)

4,4%

Europa

3,1%

Fremvoksende markeder

6,3%

USA

5,6%

Verdensindeksen (MSCI)

Renter

1,6%

Global High Yield (NOK-sikret)

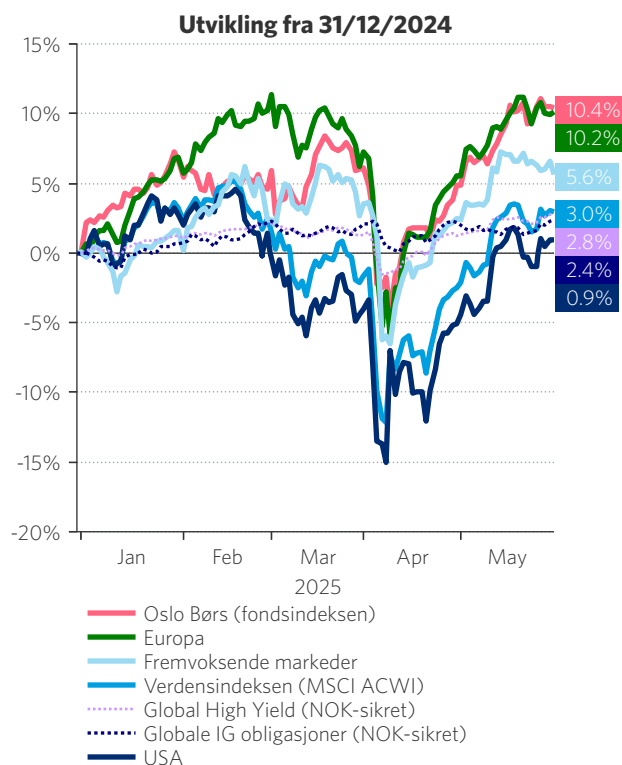
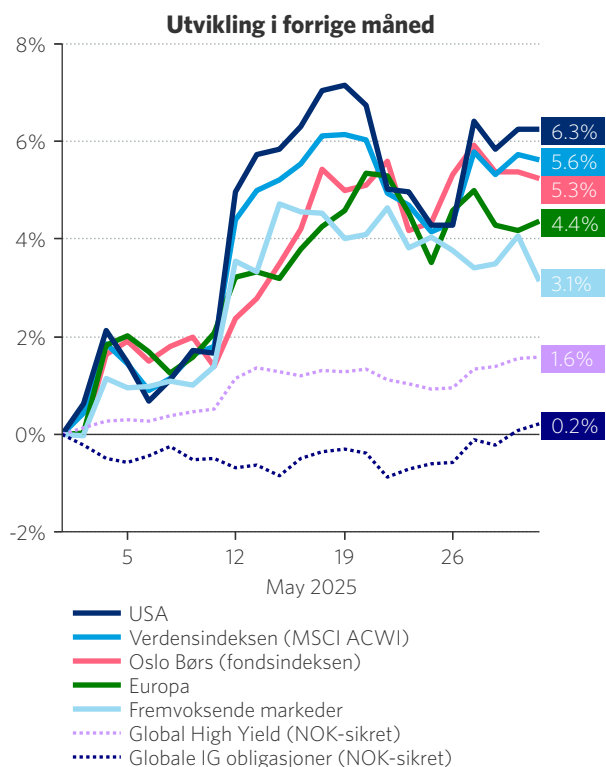
0,2%

Globale IG obligasjoner (NOK-sikret)



Utvikling - utvalgte indekser

Aksjeindekser i lokal valuta. Renter i NOK.



Source: LSEG Datastream & SPWM

GRAF 1: UTVIKLING - UTVALGTE INDEKSER

"Big Beautiful Bill" og nedgradering av amerikansk statsgjeld

President Trump er sentral i det meste som beveger seg i markedet i disse dager. I mai annonserte han "The Big Beautiful Bill" eller på godt norsk, "En stor, vakker skattepakke". Utfordringen er at den sannsynligvis vil øke det som allerede er svært høye offentlige amerikanske underskudd.

Figuren under viser at det historisk har vært en tydelig sammenheng mellom hvor store underskudd den amerikanske staten har og arbeidsledigheten, som seg hør og bør. Myndighetene får både økte

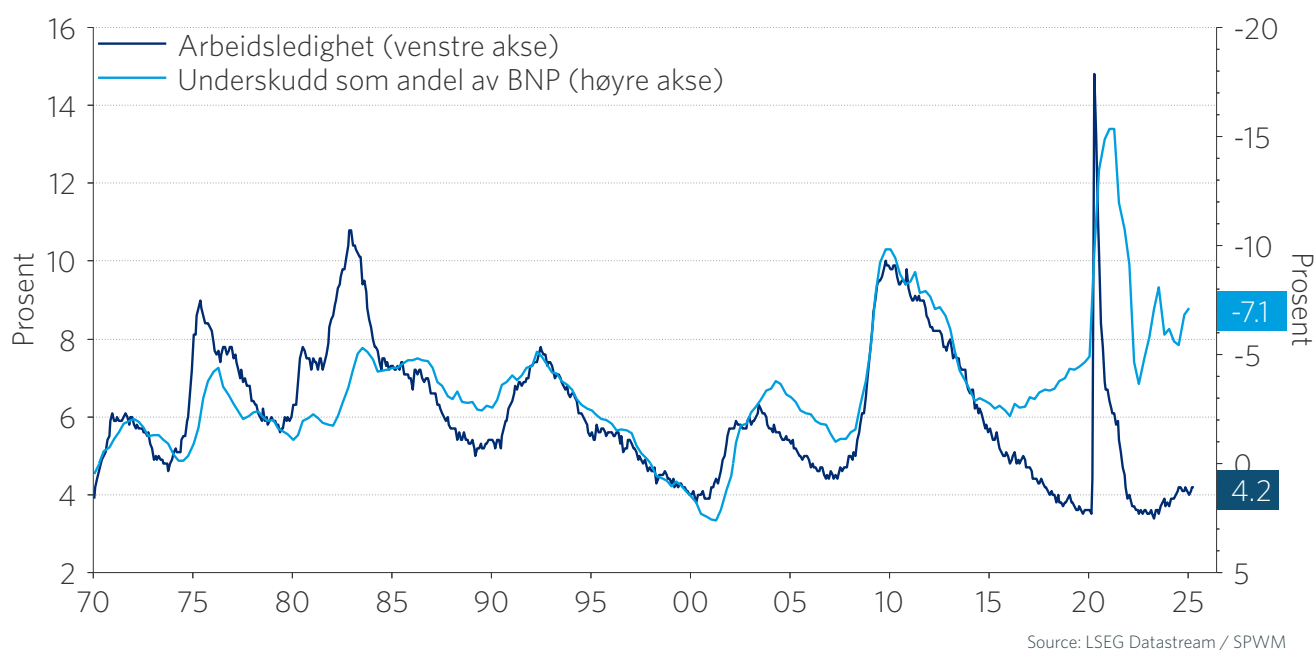
kostnader og økt behov for å stimulere økonomien når arbeidsledigheten stiger – og vice versa.

Denne sammenhengen mellom underskuddene og arbeidsledighetsraten ble imidlertid brutt i Trumps forrige presidentperiode da Trump kom med betydelige skattekutt samtidig som arbeidsledigheten var rekordlav. President Biden ønsket ikke å være noe dårligere og fortsatte de høye underskuddene, selv etter at behovet for den ekstraordinære Korona-relaterte stimulansen avtok. Som president sitter man tross alt kun i en begrenset periode, hvorfor ikke skyve problemet foran seg?



Dette skaper imidlertid bekymring rundt den langsiktige bærekraften av amerikanske statsfinanser. Kredittratingbyrået Moody's anslår at skattepakken vil tilføre minst 3.300 milliarder USD i økt gjeld det neste tiåret og at underskuddet vil stige til nær ni prosent av BNP. Som en konsekvens nedgraderte Moody's (som det siste av de tre store kredittratingbyråene) amerikansk statsgjeld

fra høyeste rating Aaa til Aa1. Markedet trakk imidlertid på skuldrene av nedgraderingen og S&P 500 endte faktisk dagen så vidt i pluss, til tross for et intradag fall på om lag én prosent på nyheten. Markedet tenkte dermed tilsynelatende som amerikanske politikere at de store underskuddene er en bekymring for en annen dag.



GRAF 2: DE HØYE UNDERSKUDDENE I USA ER EN LANGSIKTIG UTFORDRING

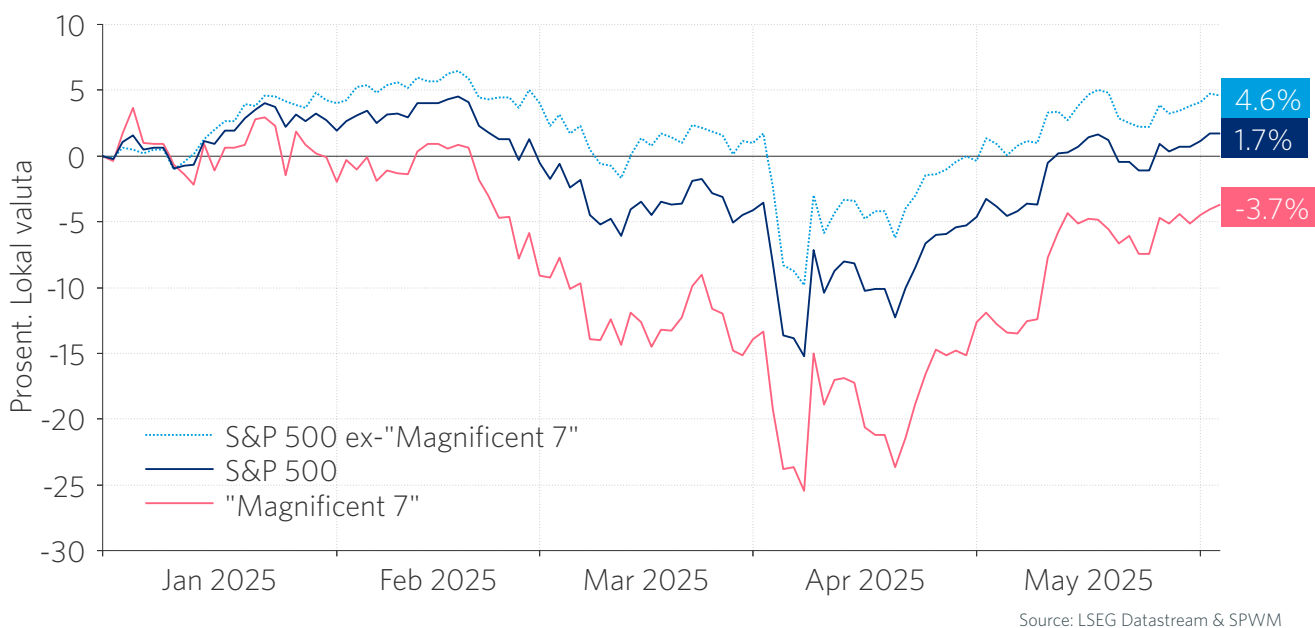
Nedtrapping av tollsatser gir kraftig oppgang i aksjemarkedet

De siste månedene har vært preget av stadig nye vendinger fra president Trump. Nyheter om økte toller og handelskrig har ført til fall i markedet, mens nyheter om enighet har bidratt til oppgang igjen. Det var derfor stor lettelse i markedet når USA og Kina den 12. mai ble enige om en betydelig nedtrapping av tollsatsene i en forhandlingsperiode på 90 dager. I forhandlingsperioden reduserer USA sine toller på Kina til 30 prosent, mens Kina

reduserer tilsvarende sine toller på amerikanske varer til 10 prosent. Aksjemarkedet skjøt i været, se grafen på side 1. Med dette ble også akronymet TACO - "Trump Always Chicken Out" - født. Fredagstacoen blir neppe den samme. Lettelsen til tross, siste ord er neppe sagt i denne handelskrigen.

Magnificent 7 kom tilbake på vinnerporet

De såkalte Magnificent 7-selskapene (Nvidia,



GRAF 3: DE STORE TECHSELKAPENE HAR GJORT ET COMEBACK ETTER FORHANDLINGSPAUSENE I TOLLKONFLIKTEN

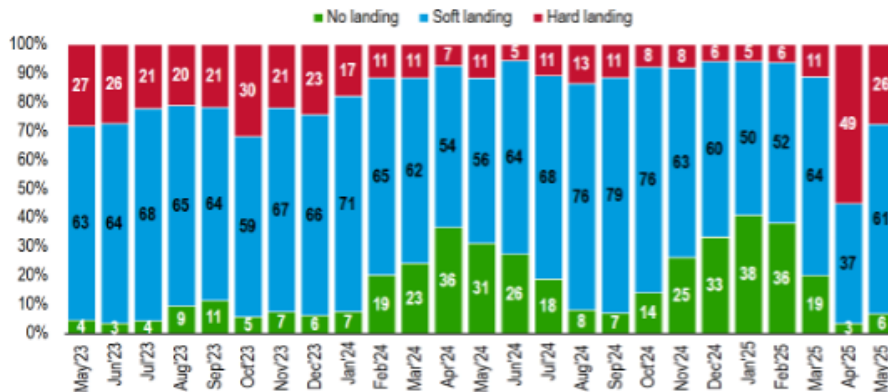
Alphabet, Meta, Apple, Microsoft, Amazon og Tesla) har ledet an nedgangen i amerikanske aksjer frem til midten av april. Men etter at sentimentet har bedret seg de siste ukene, så har de hatt et betydelig comeback og nærmer seg nå positiv avkastning for året.

Imidlertid dreid i mai tilbake mot bedre økonomiske utsikter og en såkalt "soft landing". Med en prisvekst som fortsatt er noe over inflasjonsmålet innebærer det at sentralbankene i både Norge og USA ble sittende på gjerdet i mai. Begge sentralbankene forventer imidlertid at styringsrenten kuttes i andre halvår.

Resesjonsfrykten dempes av positiv utvikling i USAs tollforhandlinger

Da tollkonflikten herjet som verst etter "Liberation Day" tidlig i april steg forventningene om en kommende resesjon, ref. BofA Global Fund Manager Survey som vises i figuren under. Forventningene har

Chart 4: 61% say "soft landing," 26% "hard landing," 6% "no landing"
What is the most likely outcome for the global economy in the next 12 months?



Source: BofA Global Fund Manager Survey.

GRAF 4: FRYKTEN FOR RESEJON AVTOK I MAI



Aksjemarkedene

Alle de større markedene er tilbake i pluss for året, målt i lokal valuta

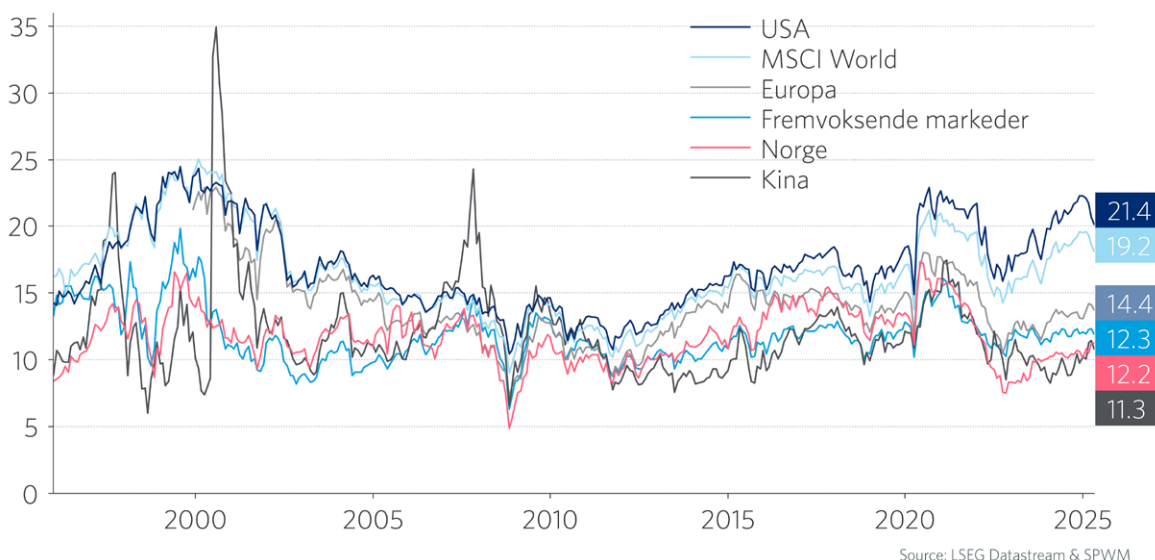
Verdensindeksen (MSCI ACWI) fortsatte det positive momentet fra andre halvdel av april og endte med avkastning på 5,6 prosent i mai. Oppgangen er bred, men ledes an av et comeback i USA hvor S&P 500 var opp 6,3 prosent i mai. Amerikanske aksjer har fått hardest medfart i usikkerheten knyttet til Trumps toller og henger fortsatt etter de andre større markedene så langt i 2025. Men med oppgangen de siste ukene har faktisk også det amerikanske markedet hentet inn fallene fra tidligere i år og er i pluss for året, riktignok målt i lokal valuta. USD har nemlig svekket seg hele 10 prosent mot NOK siden nyttår, mens EUR har svekket seg 2,2 prosent mot NOK. Dette skaper motvind for globale porteføljer. Ved utgangen av mai måtte du ut med 10,22 for én USD og 11,54 for én euro.

Europeiske aksjer leverte også en sterk måned og steg 4,4 prosent i mai, noe som innebærer en

oppgang på 10,2 prosent hittil i 2025. Det er hårfint bak Oslo Børs Fondsindeks som har steget 10,4 prosent ved utgangen av mai. Oppgangen på Oslo Børs drives blant annet av egenkapitalbevis som har steget over 20 prosent hittil i år. Fallende olje- og gasspriser har imidlertid bidratt til at energisektoren har falt marginalt. Oljeprisen lå på 64 USD per fat ved utgangen av mai, ned fra 75 USD per fat ved inngangen til året.

Fremvoksende markeder

Fremvoksende markeder dro også nytte av det positive sentimentet og hadde en oppgang på 3,1 prosent i mai. Kronen styrket seg imidlertid noe mot de underliggende valutaene, så målt i NOK var indeksen opp 2,7 prosent. Fremvoksende markeder har, relativt sett, stått seg godt i uroen rundt Trumps toller og indeksen har steget 5,6 prosent i lokal valuta hittil i år.



GRAF 5: VERDSETTELSE I AKSJEMARKEDET



Rentemarkedene

Globale Investment grade (IG) obligasjoner, som er sensitive til endringer i markedsrenter, steg 0,2 prosent i mai. Avkastningen ble dermed dempet som en følge av at markedsrentene steg. Renten på 10-års amerikanske statsobligasjoner steg fra 4,15 til 4,39 prosent i løpet av måneden. Oppgangen i lange statsrenter kan sannsynligvis tilskrives at frykten for resesjon (og dermed også behovet for rentekutt fra sentralbanken) avtok da det kom positive signaler fra forhandlingene mellom USA og Kina i den pågående handelskonflikten.

Globale High Yield (HY) obligasjoner, som er mer sensitiv til endring i kredittpåslagene, steg hele 1,6 prosent i mai. Dette skyldes at kredittpåslaget for globale high yield obligasjoner falt fra 3,92 til 3,30

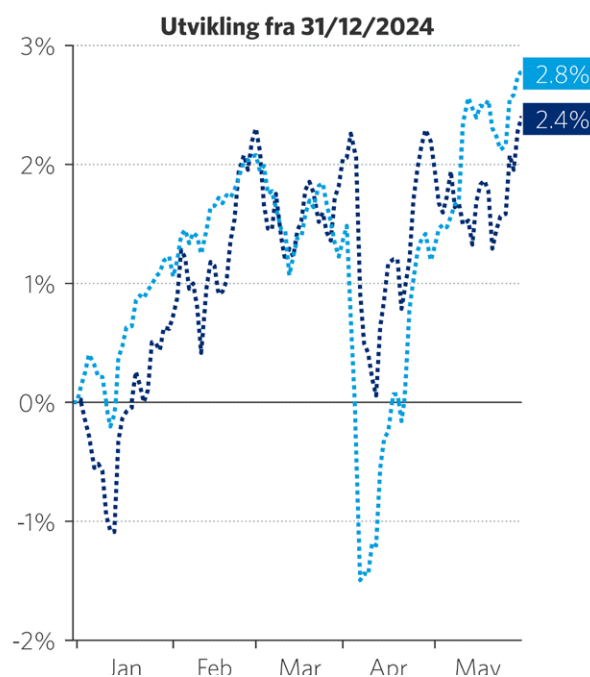
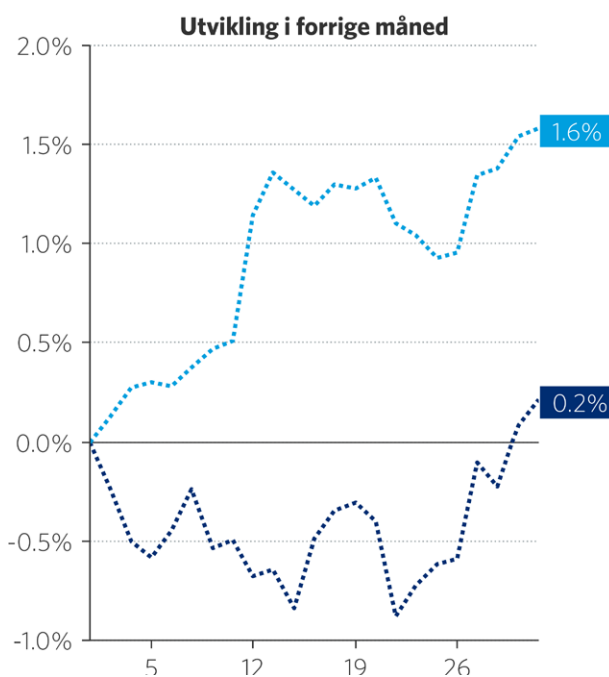
prosent. Denne bevegelsen i kredittspreader kan også i stor grad tilskrives at markedet ble beroliget etter enigheten om 90 dagers pause i handelskrigen mellom USA og Kina.

Den løpende avkastningen i global IG er 4,60 prosent og 7,15 prosent i global HY ved månedslutt.

Utviklingen i rentemarkedet indikerer at tollene i begrenset omfang er inflatoriske og kan føre til høyere renter. Men tollene i stort omfang er ødeleggende for økonomisk vekst og de deflatoriske impulsene fra svakere økonomisk vekst i et slikt scenario vil veie tyngre enn den mer kortvarige inflatoriske effekten av tollene. Ergo når frykten for full handelskrig har tiltatt har markedsrentene falt, og vice versa.

Utvikling - utvalgte renteindekser

Målt i NOK



GRAF 6: UTVIKLING - UTVALGTE RENTEINDEKSER



Söderberg & Partners Wealth Management AS
Org. nr.: 990 317 844

Cort Adelers gate 30, 0254 OSLO

22 44 77 00
post@soderbergpartnerswealth.no
soderbergpartners.no