

Trumps hårde handelsretorik afsporer næppe aktieopturen

Redaktør: Chefstrateg Christian Mose Nielsen, cms@sparnord.dk, tlf. 96 34 44 17

- Den politiske usikkerhed relateret til Italien og ikke mindst den eskalerende handelskonflikt mellem USA på den ene side og resten af verden – og i særdeleshed Kina – på den anden side er steget.
- Politisk usikkerhed, der i varierende omfang stort set altid er til stede, er svær at håndtere rent investeringsmæssigt. Som investor er man efter vores vurdering nødt til at fokusere på de mest sandsynlige effekter på vækst og inflation af den politiske usikkerhed fremfor den kortsigtede volatilitet, som vi typisk ser i perioder med stigende politisk usikkerhed.
- Det er vores hovedscenario, at den eskalerende handelskonflikt ikke kommer til at udvikle sig i en sådan grad, at global vækst og inflation bliver betydeligt påvirket. Vores hovedscenario er således et fortsat solidt og bredt funderet globalt opsving, svagt stigende underliggende inflation og vækstunderstøttende pengepolitik på global plan. Dette forventes at understøtte fortsat lave men svagt stigende lange renter og en jagt på afkast, der vil komme specielt aktiemarkedene til gode.
- Der er risici på begge sider af dette hovedscenario. På nedsiden relaterer risikoen sig primært til kraftigt stigende renter og/eller en yderligere eskalering af handelskonflikten, der vil påvirke global vækst i større grad. På op siden relaterer risikoen sig til større end ventet vækstimpuls fra den amerikanske skattereform samt muligheden for, at Trumps utraditionelle forhandlingsstil resulterer i, at det kinesiske marked bliver mere åbent.
- Vi fastholder ud fra en samlet vurdering af afkastmuligheder og risici en svag overvægt i aktier og en svag undervægt i virksomhedsobligationer. Kontant samt stats- og realkreditobligationer fastholdes på neutral vægt.

Anbefalet aktivallokering	Før	Nu
Aktier	Svag overvægt	Svag overvægt
Obligationer	Svag undervægt	Svag undervægt
Kontant/pengemarkedsprodukter	Neutral vægt	Neutral vægt
Stats- og realkreditobligationer	Neutral vægt	Neutral vægt
Virksomhedsobligationer	Svag undervægt	Svag undervægt

Anbefalingen skal ses i forhold til investors neutrale strategi og for en 3-6 måneders horisont

Politisk usikkerhed – en svær størrelse

Trumps hårde handelsretorik øger sammen med blandt andet den politiske uro i Italien den politiske usikkerhed og stiller investorer overfor en velkendt men meget svær investeringsmæssig øvelse – nemlig hvordan man håndterer politisk usikkerhed rent investeringsmæssigt. Øvelsen er velkendt, fordi der stort set altid er politiske usikkerhedsmomenter og svær at håndtere, fordi det typisk er meget svært at kvantificere den politiske usikkerhed. Sidstnævnte både i form af sandsynligheden for et givet udfald af en politisk begivenhed men i særdeleshed også i form af, hvilken betydning en politisk begivenhed vil få for de finansielle markeder. Politisk usikkerhed kan desuden opstå ud af det blå og forsvinde ligeså hurtigt igen. Samtidigt kommer politisk usikkerhed ofte meget nemt til at fylde meget i medie billedet, hvor der ofte fokuseres på det værste tænkelige udfald fremfor nødvendigvis det mest sandsynlige udfald. Vi ser derfor i perioder med øget politisk usikkerhed typisk også øget volatilitet på de finansielle markeder.

Mens man som investor på ingen måde skal ignorere eller undervurdere politisk usikkerhed, skal man også passe på ikke at overreagere på eller blive skræmt af politisk usikkerhed. Der vil næsten altid være en eller anden grad af politisk usikkerhed, og vælger man konsekvent at gå i flyverskjul, hver gang den politiske usikkerhed blusser op, kan man gå glip af meget afkast. Omvendt risikerer man fra tid til anden at lide store tab, hvis man konsekvent ignorerer politisk usikkerhed.

Selvom øvelsen på ingen måde er nem, er det vores opfattelse, at man som investor først og fremmest skal forholde sig til, hvilken betydning det mest sandsynlige udfald (hovedscenariet) af en given politisk begivenhed vil få for vækst- og inflationsudsigterne fremfor at fokusere på den støj, der utvivlsomt vil være på de finansielle markeder på vejen hen i mod dette udfald. Det er således effekten på vækst- og inflationsudsigterne, der kan få den største og mest vedvarende effekt på de finansielle markeder.

Dernæst skal man selvfølgelig forholde sig til sandsynligheden for, samt hvor galt (eller hvor meget bedre) det kan gå, hvis ens hovedscenarion ikke udspiller sig. Er tiltroen til og de potentielle gevinster under ens hovedscenarion tilpas stor, bør man indrette sin taktiske aktivallokering herefter.

Eskalerende handelskonflikt ...

Handelskonflikten mellem USA på den ene side og resten af verden – herunder i særdeleshed Kina – på den anden side er de seneste måneder og i særdeleshed seneste dage eskaleret.

USA har således udover tariffene på solceller og vaskemaskiner indført tariffen på stål og aluminium overfor en lang række lande, der allerede har eller er tæt på at gengælde disse tariffen.

Samtidig har Trump annonceret, at han startende fra den 6. juli vil pålægge tariffen på 25 pct. på kinesisk import for 34 mia. USD og snart derefter 25 pct. tariffen på yderligere 16 mia. USD kinesisk import. Kineserne har annonceret, at de er klar til at gengælde en til en, hvorefter Trump senest har truet med tariffen på 10 pct. på kinesisk import for 200 mia. USD. Kineserne har meldt ud, at de er klar til at gengælde et sådant tiltag. Trumps umiddelbare modsvar har været, at USA så i givet fald vil pålægge tariffen på yderligere 200 mia. kinesisk import.

Herudover har Trump iværksat en undersøgelse af, hvorvidt han kan pålægge tariffen på importerede biler, hvilket i særdeleshed vil ramme Europa og Mexico samt igangsat tiltag rettet mod at mindske kinesiske direkte investeringer i USA.

Der er med andre ord ingen tvivl om, at vi i hvert fald på trusselniveau er vidne til en handelskrig imellem især USA og Kina. De implementerede tiltag er dog indtil videre meget begrænsede i form af tariffen på vaskemaskiner, solceller, stål og aluminium.

... men næppe større betydning for global økonomi

Mens der næppe kan være nogen tvivl om, at en handelskrig vil lægge nedadgående pres på global vækst og opadgående pres på inflation, er det langt sværere at kvantificere i hvilket omfang, vækst- og inflationsudsigterne vil blive påvirket. Dette skyldes, at der er tale om både direkte effekter af mindsket samhandel mellem lande, ændrede handelsmønstre og indirekte effekter på forbruger- og i særdeleshed erhvervstillid samt forstyrrelser af de ofte fint justerede forsyningskæder i den globale fremstillingssektor.

Modvinden fra en handelskrig skal endvidere ses i forhold til den tilstand, som global økonomi befinder sig i. Det er i denne henseende betryggende, at vi pt. er vidne til et

solidt og bredt fundet globalt opsving, der således må forventes at være relativt robust overfor mindre stød.

Det er vores vurdering, at de vækst- og inflationsmæssige effekter af de tariffen, der allerede er implementeret, er yderst minimale. Implementer USA tariffen på kinesisk import for 50 mia. USD og gengælder kineserne en til en, hvilket nu synes mest sandsynligt, vil vi formentligt se en mindre – men bestemt håndterbar – effekt på vækst og inflation.

Eskalerer konflikten yderligere herfra, begynder effekterne på vækst og inflation at blive mere synlige. Selv hvis alle Trumps trusler bliver til en realitet, og kineserne gengælder, vil vi dog næppe blive vidne til en så markant vækststopbremsning i hverken USA eller Kina, at vi skal frygte en ny global recession. Som nævnt ovenfor er det dog meget svært at kvantificere de vækst- og inflationsmæssige effekter af handelsrestriktioner.

Det er vores forventning, at vi ikke kommer til at se, at alle Trumps trusler bliver ført ud i livet. Det er således vores vurdering, at Trump bruger disse trusler som et forhandlingstaktisk våben, og at vi kommer til at se, at USA og Kina igen mødes ved forhandlingsbordet og finder en løsning på handelskonflikten. Mens både Kina og USA har en stor økonomisk interesse i en løsning, har Trump utvivlsomt også stort fokus på at sikre, at hans tilsyneladende vigtigste pejlemærker – aktiemarkedet og meningsmålingerne – ikke trækker for meget sydpå. Dette vil formentligt ske, hvis handelskonflikten eskalerer yderligere og resulterer i stigende inflation og en mærkbar vækstafmatning.

Ny italiensk regering på kollisionskurs med EU

I kulissen spørger endvidere den politiske situation i Italien, hvor den nye regering formentligt vil forsøge at levere på nogle af sine finanspolitiske valgløfter, hvilket meget vel kan bringe landet på kollisionskurs med resten af EU. Det er dog vores vurdering, at den nye italienske regering efter det pres, der har været på de italienske renter, er bevidst om, at de næppe kan indfri alle deres valgløfter.

Selvom vi næppe har hørt det sidste til den politiske uro i Italien, forventer vi ikke, at situationen i Italien udvikler sig i en sådan grad, at frygten for en ny Eurozonekrise vil blusse op igen.

Hovedscenarion: Jagten på afkast fortsætter

Vores hovedscenarion er uændret i forhold til vores udmelding *"Overdreven frygt for tariffen og renter – aktieopturen fortsætter"* fra den 20. marts samt *"Opdatering: Politisk uro i Italien"* fra den 30. maj.

Flere forhold tyder dog på, at vi formentligt allerede nu ser eller er meget tæt på at se en top i den globale vækst,

og at vi mod slutningen af 2018 og ind i 2019 vil se et svagt aftagende vækstmomentum. Dette sker dog fra et meget højt niveau og ændrer ikke på, at der er udsigt til fortsat solid og bredt funderet global vækst. Vi forventer desuden svagt stigende inflation og vækstunderstøttende pengepolitik på global plan. Et sådant makroszenario forventes at medføre fortsat lave men svagt stigende lange statsrenter, hvilket vil understøtte en fortsat jagt på afkast.

Kreditspændene er steget den seneste tid og ligger nu for europæiske IG selskaber tæt på det historiske gennemsnit. Europæiske HY kreditspænd er stadig væsentligt under historisk gennemsnit, hvilket dog skal ses i lyset af generelt lavere varighed og bedre kreditkvalitet. Samlet set må europæiske HY virksomhedsobligationer dog vurderes at være prisfastsat til den dyre side. Vi forventer stort set uændrede kreditspænd over de kommende 3-6 måneder.

Globale aktier er absolut set – målt på PE forholdet – fair prisfastsat men er stadig attraktivt prisfastsat relativt til både stats- og realkreditobligationer samt virksomhedsobligationer. Det er vores vurdering, at en fortsat jagt på afkast vil komme specielt aktiemarkederne til gode, og vi forventer således en global aktieoptur over de kommende 3-6 måneder.

Risikoszenario: Handelskrig eller rentestigninger

De største trusler mod vores hovedscenarier er kraftigt stigende renter eller en større vækststopbremsning, end vi pt. forventer.

Vi ser risikoen for kraftigt stigende renter over de kommende 3-6 måneder som forholdsvis begrænset. Den underliggende inflation og lønvækst ser ikke ud til at være kraftigt stigende, ECB har på det seneste rentemøde sendt ret dueagtige signaler, og obligationsmarkederne ser ud til at have indpriset næsten hele den rentebane, som Fed signalerer for 2018 og 2019.

De mest åbenlyse udløsende faktor for en kraftigere end ventet vækststopbremsning er en yderligere eskalering af handelskonflikten mellem specielt USA og Kina og/eller en større påvirkning af forbruger- og erhvervstilliden, end vi pt. forventer som følge af den igangværende handelskonflikt.

Risikoszenario: Trump får "åbnet" Kina

Mens det er meget nemt at fokusere på risikoszenariet på nedsiden, som beskrevet ovenfor, er det dog også vigtigt at huske på, at vi kan blive overrasket på opsidet. De største muligheder for positive overraskelser kan formentlig komme fra USA. Både i form af højere end ventet vækst som følge af den vedtagne skattereform samt fra handelskonflikten i det omfang det måtte lykkedes Trump

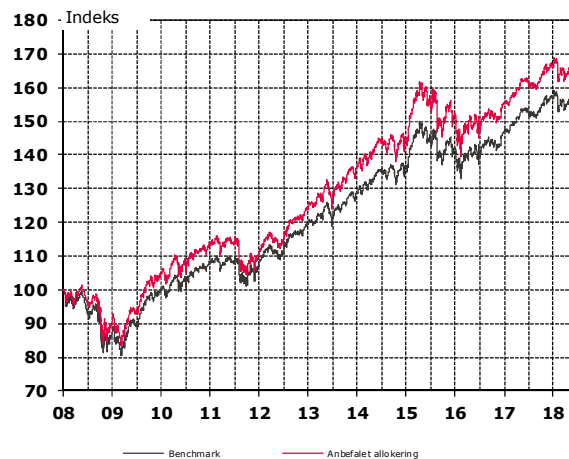
at få åbnet det kinesiske marked mere op til gavn for global samhandel og vækst.

Taktisk aktivallokering: Svag overvægt aktier

Den politiske usikkerhed relateret til specielt handelskonflikten mellem USA og Kina er øget. Vores hovedscenarier er dog uændret. Vi vurderer desuden, at sandsynligheden for vores risikoszenario på nedsiden i form af kraftigt stigende renter og/eller en handelskonflikt, der lægger en væsentlig dæmper på global vækst, ikke er tiltaget så meget, at det ikke længere kan retfærdiggøres at allokere efter vores hovedscenarier. Ud fra en samlet vurdering af afkastmuligheder og risici vælger vi at fastholde en svag overvægt i aktier og en svag undervægt i virksomhedsobligationer. Sidstnævnte skyldes ikke, at vi ser negativt på udsigterne for virksomhedsobligationer men skal derimod ses ud fra en samlet risikobetragtning. Både kontant samt stats- og realkreditobligationer fastholdes på neutral vægt.

Figur 1: Afkast og performance

Afkast pr. 18-06-2018	Siden 19-03-2018	År til dato
Anbefalet allokering	3,3%	2,3%
Benchmark	3,0%	2,1%
Aktier	6,6%	5,0%
Obligationer	0,6%	0,1%
Kontant	-0,2%	-0,3%
Stats- og realkreditobligationer	0,9%	0,4%
Virksomhedsobligationer	-0,1%	-0,4%



Benchmark: 40% globale aktier, 40% danske stats-/realkreditobligationer, 10% kontant og 10% europæiske virksomhedsobligationer

Kilde: Bloomberg og Datastream

Spar Nord Banks investeringskomité

Mads Stouby	96 34 42 33
Peter Møller	96 34 41 66
Christian Mose Nielsen	96 34 44 17
Martin Lundholm	96 34 40 55
Lars Hackenberg	96 34 29 55
Jesper Isager Bak	96 34 40 81

Redaktion afsluttet, 20. juni 2018, kl. 15:08

Denne publikation er udgivet af Handelsområdet i Spar Nord Bank A/S, Postboks 162, 9100 Aalborg. Publikationen er markedsføringsmateriale; og opfylder derfor ikke de retskrav, der stilles til investeringsanalyser. Gengivelsen af publikationen eller dele heraf er ikke tilladt uden forudgående tilladelse. Der er ikke forbud mod at handle inden offentliggørelse af dette markedsføringsmateriale og Spar Nord Bank A/S og dens ansatte kan have positioner i de pågældende finansielle instrumenter og valutakryds.

Publikationen er baseret på offentligt tilgængeligt materiale, som Handelsområdet i Spar Nord Bank A/S anser for at være pålideligt. Handelsområdet i Spar Nord Bank A/S tager forbehold for fejl i kilder, trykfejl og beregningsfejl. Alle vurderinger er udført på den angivne dato og kan ændres uden videre. Historiske afkast, vurdering af gevinstpotentiale og værdiansættelsesmæssige betragtninger kan ikke opfattes som garanti for fremtidigt afkast. Med mindre andet er angivet er afkastberegninger opgjort eksklusiv handelsomkostninger. Den fremtidige kursudvikling og/eller det fremtidige afkast kan blive negativt og gevinster eller tab kan blive forøget eller formindsket som følge af valutakursudsving.

Oplysningerne i publikationen er ikke investeringsanbefalinger og det er ikke et tilbud om eller en opfordring til køb eller salg af de pågældende finansielle instrumenter. Spar Nord Bank A/S fraskriver sig ethvert ansvar for tab for dispositioner foretaget på baggrund af publikationen.