

## Handelskrig og Fed svinger taktstokken over de finansielle markeder

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

- Vores makroøkonomiske hovedscenario er uændret i forhold til vores seneste udmelding. Vi forventer lidt mere af-dæmpet global vækst i 2019 og 2020, end vi har været vant til i perioden efter finanskrisen. Inflationen forventes at stige svagt, og både ECB og Fed forventes at holde styringsrenterne uændrede.
- Handelskrigen er i maj eskaleret yderligere, og risikoen for svagere vækst og mere lempelig pengepolitik, end vi forventer, er steget. Risikoen for en ny global recession over det næste år er dog lav.
- De lange statsrenter er historisk lave og ude af trit med de niveauer som vækst- og inflationsudsigterne tilsiger. Årsagen til dette er formentlig de historisk lave pengepolitiske styringsrenter og centralbankernes tidligere opkøb af obligationer. Vi forventer stort set uændrede lange statsrenter i både USA og Europa over de kommende 3-6 måneder. Risikoen for kraftige rentestigninger er dog større end sandsynligheden for yderligere kraftige rentefald. Kreditspændene forventes at forblive stort set uændrede over de kommende 3-6 måneder.
- Vi forventer svagt stigende indtjeningsvækst, hvilket kombineret med attraktiv prisfastsættelse forventes at medføre en svag aktieoptur over de næste 3-6 måneder. Udsigterne for aktiemarkederne er meget afhængige af udfaldet af handelskrigen. Medmindre handelskrigen eskaleres i et sådant omfang, at de globale aktiemarkeder begynder at frygte en ny global recession, vil rentenedsættelser fra Fed (eller signaler om at Fed forventer at komme til at sænke styringsrenten) kombineret med en allerede forsigtig eksponering mod aktier hos mange store investorer formentlig fungere som en delvis modvægt mod uro på handelsfronten.
- Vi fastholder ud fra en samlet vurdering af risici og afkastmuligheder vores anbefaling om neutral vægt på både aktier, stats-/realkreditobligationer samt virksomhedsobligationer.

Anbefalet aktivallokering	Før	Nu
<b>Aktier</b>	<b>Neutral vægt</b>	<b>Neutral vægt</b>
<b>Obligationer</b>	<b>Neutral vægt</b>	<b>Neutral vægt</b>
Kontant/pengeomærkede produkter	Neutral vægt	Neutral vægt
Stats- og realkreditobligationer	Neutral vægt	Neutral vægt
Virksomhedsobligationer	Neutral vægt	Neutral vægt

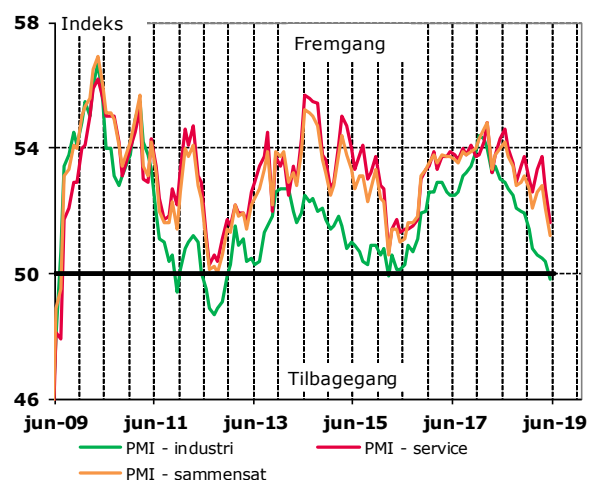
Anbefalingen skal ses i forhold til investors neutrale strategi og for en 3-6 måneders horisont

## Konjunkturvurdering

Der er næppe nogen tvivl om, at handelskrigen mellem USA og Kina spiller en væsentlig rolle i den globale vækstafmatning, som vi jvf. figur 1 allerede har set, og at udfaldet af handelskrigen vil få stor betydning for global vækst fremadrettet.

Eskaleringen af handelskrigen gennem maj og ind i juni er i denne henseende bekymrende. Vi har således set USA hæve tariffen på 200 mia. USD kinesisk import fra 10 pct. til 25. pct. Dette svarer næsten til en fordobling af omfanget af de eksisterende tariffen på vaskemaskiner, solceller, stål og aluminium, 25 pct. tariffen på 50 mia. USD kinesisk import samt de 10 pct. tariffen på 200 mia. USD kinesisk import. Samtidigt har Trump truet med at pålægge de resterende ca. 300 mia. USD kinesisk import tariffen på 25 pct. eller mere, hvilket igen vil svare til en mere end fordobling af de tariffen, der pt. er gældende.

Figur 1: Globale aktivitetsbarometre



Kilde: Datastream og Markit

## Uændret hovedscenarior - asymmetrisk udfaldsrum

Fastholder USA de nuværende tariffer og pålægges den resterende mængde kinesisk import tariffer, kommer vi efter alt at dømmen til at se en større vækstafmatning, end vi og konsensus pt. forventer. Dette både som følge af lavere vækst i Kina, lavere vækst i Eurozonen men også lavere vækst i USA, hvor stigende forbrugerpriser vil udhule den amerikanske forbrugers købekraft og usikkerheden påvirke investeringerne negativt. Dette vel og mærke på et tidspunkt, hvor medvinden fra skattereformen er aftagende, og hvor tidligere renteforhøjelser fra den amerikanske centralbank (Fed) i stigende grad begynder at påvirke økonomien.

Hvorvidt denne risiko materialiserer sig eller ej er meget svært at spå om, og usikkerheden er således stor. Vores hovedscenarior er fortsat, at fornuften sejrer i sidste ende, og at vi får en form for handelsaftale mellem USA og Kina. Vi bliver formentligt en del klogere på dette efter G-20 topmødet i Japan 28. og 29. juni, hvor Trump lægger op til et møde med den kinesiske præsident Xi for at diskutere den igangværende handelskrig. Der er næppe udsigt til en decideret aftale på et sådant møde, men "blot" udmeldinger om, at man genoptager de officielle forhandlinger, vil også være et vigtigt skridt i den rigtige retning. Udgangspunktet for mødet er dog ikke det bedste. De forhøjede tariffer og ikke mindst truslen om tariffer på den resterende mængde kinesisk import, hvis ikke Xi deltager i et møde med Trump, er uden tvivl en rød klud i hovedet på kineserne, der gentagne gange, har slået fast, at de ikke vil forhandle under trusler. Trumps seneste ageren overfor Mexico kan ligeledes meget vel få kineserne til at være tilbageholdende med at give for mange indrømmelser til amerikanerne. Trump har således på trods af en indgået frihandelsaftale mellem Mexico, Canada og USA truet med at pålægge al mexicansk import tariffer på op til 25 pct., hvis ikke de mexicanske myndigheder iværksætter tiltag for at forbedre grænsesikkerheden og dermed gøre det sværere for illegale indvandrere at komme til USA. Det er lykkedes USA og Mexico at indgå en aftale, der sikrer, at disse tariffer ikke bliver aktuelle, men der er næppe megen tvivl om, at Trumps ageren i denne sag mindsker tiltroen hos kineserne (og andre lande) til, at man kan stole på aftaler indgået med Trump.

Vores hovedscenarior er fortsat lidt mere afdæmpet global vækst i 2019 og 2020, end vi har været vant til i perioden efter finanskrisen. Vi forventer således global vækst i omegnen af 3,25 pct. i både 2019 og 2020. Risikoen for lavere end ventet vækst er større end muligheden for højere end ventet vækst. Udfaldsrummet er med andre ord asymmetrisk og stærkt afhængigt af udfaldet af handelskrigen. I Eurozonen spøges også andre politiske risici i form af Brexit og Italien i kulissen. Vi ser risikoen for en global recession over de næste 3-6 måneder som værende lav.

Det er omvendt også vigtigt at bemærke, at en storstilet handelsaftale mellem Kina og USA, en fuldstændig åbning af de kinesiske markeder for udenlandske selskaber samt kinesisk overholdelse af intellektuelle rettigheder vil kunne påvirke global samhandel og vækst positivt på længere sigt. En sådan storstilet aftale er dog givet de historiske erfaringer næppe realistisk at forhandle på plads på kort tid.

På inflationsfronten forventes svagt stigende inflation i både USA og Eurozonen - både som følge af bedring på arbejdsmarkedet men også som følge af stigende priser på grund af handelskrigen.

## ECB og Fed på hold ... men klar til at lempe

Vi forventer i vores hovedscenarior, at både ECB og Fed holder styringsrenterne uændrede det kommende år, hvilket er i tråd med signaler fra begge centralbanker.

I USA, hvor Fed har et dobbelt mandat i form af inflation på 2 pct. og fuld beskæftigelse, befinder arbejdsløshedsraten sig på et historisk lavt niveau og lavere end Feds egen vurdering af den strukturelle arbejdsløshedsrate. Feds foretrukne inflationsmål befinder sig dog "kun" på 1,5 pct. men forventes at stige til 2 pct. ultimo året. Set i dette lys signalerer Fed uændret styringsrente i år og 1 renteforhøjelse i løbet af 2020. Vi forventer, at Fed på rentemødet 19. juni vil ændre rentesignalerne og signalere uændret styringsrente gennem 2020. Fed vil på dette møde formentligt gentage, at de er klar til at acceptere en periode med inflation svagt over 2 pct. og klart signalere, at de er klar til at lempe pengepolitikken, hvis vækstudsigterne forværres - fx på grund af en eskalerende handelskrig. Stigende inflation som følge af en forværring af handelskrigen vil efter vores vurdering således snarere få Fed til at sænke end hæve renten - dette på trods af en historisk lav arbejdsløshedsrate. Kraftig uro på aktiemarkederne vil, hvis Fed vurderer, at en sådan uro gennem de generelle forhold på de finansielle markeder (såkaldte financial conditions) truer vækstudsigterne, ligeledes kunne få Fed til at sænke renten.

ECB signalerede på deres seneste rentemøde uændret styringsrente gennem 1. halvår 2020 og har netop lanceret et nyt målrettet likviditetsprogram til banksektoren. Med underliggende inflation tæt på 1. pct., og forventninger om at inflationen selv i 2021 ligger et stykke under 2 pct., kan vi meget vel komme ind i 2021, før vi ser første renteforhøjelse fra ECB. ECB har desuden klart signaleret, at centralbanken er klar til at stimulere økonomien yderligere, hvis det bliver nødvendigt. Et scenarior, hvor dette vil kunne blive aktuelt, er hvis handelskrigen eskalere yderligere og væksten i Eurozonen bliver negativt påvirket heraf.

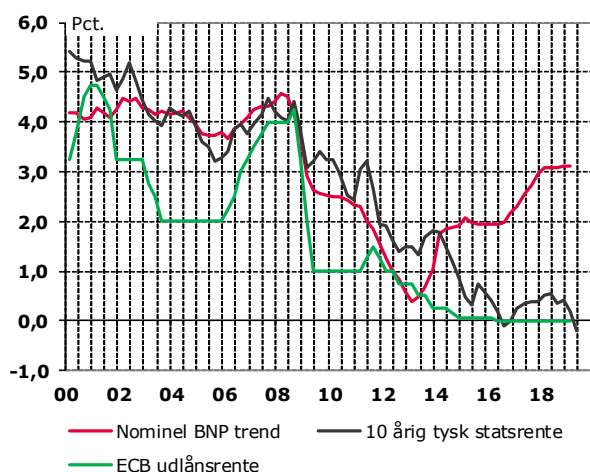
## Obligationer

Den 10-årige tyske statsrente ligger pt. på det laveste niveau nogensinde. Den 10-årige amerikanske statsrente, der historisk har været toneangivende for udviklingen på de globale obligationsmarkeder, er også faldet kraftigt.

### Pengepolitikken holder renterne nede ...

I både USA og Eurozonen er de nuværende renteniveauer ude af trit med de historiske sammenhænge mellem lange statsrenter og vækst- og inflationsudsigterne - se figur 2. Forklaringen på de lave statsrenter skal findes i den ekstremt lempelige pengepolitik i Eurozonen og USA, og det seneste rentefald skal ses i lyset af tiltagende forventninger om kommende rentenedsættelser i USA. Obligationsmarkedet indpriser således godt 2 rentenedsættelser fra Fed i løbet af 2. halvår 2019 og yderligere 1 rentenedsættelse i 1. halvår 2020. I Eurozonen prises ligeledes lavere rente om et år. Vi forventer stort set uændrede lange statsrenter i både Eurozonen og USA de næste 3-6 måneder.

Figur 2: Tysk 10-årig statsrente, ECB-rente og trend BNP



Kilde: Datastream

### ... men risikoen for rentestigninger er stor

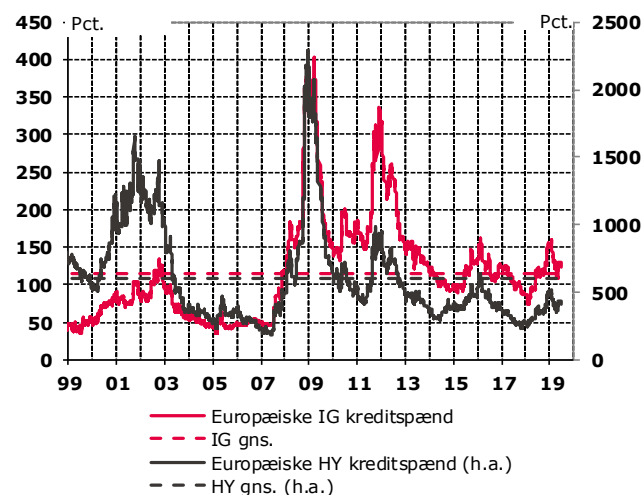
Som nævnt tidligere forventer vi uændrede pengepolitiske renter i både Eurozonen og USA det kommende år. En eskalering af handelskrigen kan dog som nævnt tidligere hurtigt ændre dette billede - specielt i USA. Eskalerer handelskrigen ikke, og holder Fed styringsrenten uændret, må vi dog senere på året forvente at se en reprisering af de lange amerikanske statsrenter - vel og mærke medmindre obligationsmarkederne "blot skubber" de forventede rentenedsættelser foran sig. Stigende lange amerikanske statsrenter vil også have afsmittende effekt på de lange europæiske statsrenter.

Udfaldsrummet for de lange statsrenter er med andre ord afhængig af udfaldet af handelskrigen mellem USA og Kina og asymmetrisk: Risikoen for kraftige rentestigninger er større end muligheden for yderligere kraftige rentefald.

## Uændrede kreditspænd

Europæiske virksomhedsobligationer har i 2019 nydt gavn af både faldende statsrenter og lavere kreditspænd. Kreditspændene for europæiske IG virksomhedsobligationer er nu tilbage på niveauet omkring det historiske gennemsnit, mens kreditspændet for europæiske HY virksomhedsobligationer fortsat befinder sig pænt under det historiske gennemsnit - se figur 3. Sidstnævnte skal dog ses i lyset af, at europæiske HY obligationer pt. har lavere varighed og højere kreditværdighed, end det historisk normalt har været tilfældet. Vi forventer i vores hovedscenarier stort set uændrede kreditspænd over de kommende 3-6 måneder.

Figur 3: Europæiske kreditspænd



Kilde: Datastream

## Aktier

### Svagt stigende indtjeningsvækst ...

EPS-væksten (indtjeningsvækst pr. aktie) for globale aktier forventes i vores hovedscenarier at være svagt positiv. Global vækst i omegnen af 3,25 pct. har således historisk været konsistent med svag positiv indtjeningsvækst for globale aktier.

### ... forventes at understøtte svag aktieoptur

Udspiller vores makroøkonomiske hovedscenarier sig og forbliver prisfastsættelsen af aktier uændret, bør globale aktier således opleve svag medvind fra indtjeningsvæksten. Med PE forhold under historisk gennemsnit og høje risikopræmier - se figur 4 - er der i vores hovedscenarier ikke tegn på høj prisfastsættelse af globale aktier. Man kan snarere argumentere for, at prisfastsættelsen af globale aktier skulle være højere som følge af det meget lave renteniveau. Vi forventer svagt stigende globale aktiemarkeder over de kommende 3-6 måneder.

### Handelskrig og Fed er afgørende

En eskalerende handelskrig er den største risiko for en fortsat global aktieoptur. Udover lavere indtjenings-

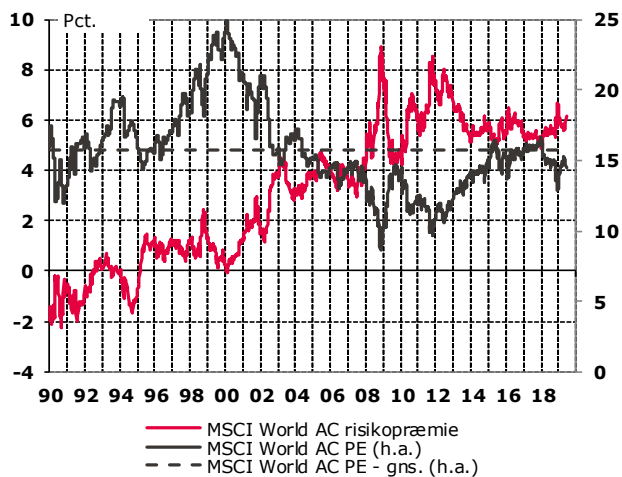
forventninger som følge af lavere global vækst, kan en eskalerende handelskrig meget vel også risikere at resultere i højere risikopræmier.

Medmindre handelskrigen eskalerer i et sådant omfang, at de globale aktiemarkeder begynder at indprise en ny global recession, vil rentenedsættelser eller spekulationer i rentenedsættelser fra Fed dog formentligt fungere som delvis modvægt mod uro på handelsfronten. Det samme vil penge- og finanspolitiske tiltag fra de kinesiske myndigheder.

En række stemningsindikatorer peger desuden på, at stemningen hos globale investorer snarere er negativ end positiv. Mange investorer har således formentligt nemmere ved at blive positivt end negativt overrasket. Samtidigt viser Bank of America/Merrill Lynchs seneste undersøgelse af globale porteføljemanagere, at disse har en forsigtig eksponering til aktier. Disse forhold bør tilsammen kunne holde en delvis hånd under aktiemarkederne i tilfælde af lidt øget usikkerhed om udfaldet af handelskrigen.

Ændringer i de pengepolitiske signaler og nyheder på handelsfronten vil således formentligt blive ved med at være en kilde til volatilitet på de globale aktiemarkeder de kommende 3-6 måneder.

**Figur 4: Globale aktier - PE og risikopræmie**



Kilde: Datastream

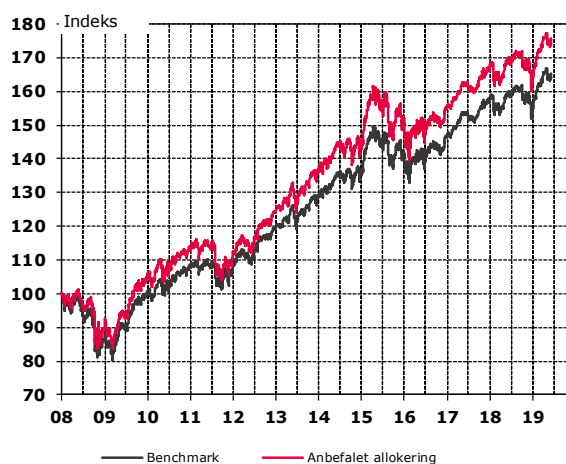
## Taktisk aktivallokering

Vores hovedscenario er uændret siden seneste udmelding i februar. Vi forventer lidt mere afdæmpet global vækst, end vi har været vant til i perioden efter finanskrisen, svagt stigende inflation, uændret pengepolitik i Eurozonen og USA, stort set uændrede lange statsrenter og kreditspænd samt svagt stigende aktiemarkeder. Dette hovedscenario er dog meget afhængigt af udfaldet af handelskrigen mellem USA og Kina. Usikkerheden herom er øget, og udfaldsrummet er

asymmetrisk. Ud fra en samlet vurdering af risici og afkastmuligheder fastholder vi en neutral vægt på både aktier, stats-/realkreditobligationer og virksomhedsobligationer.

**Figur 5: Afkast og performance**

Afkast pr. 11-06-2019	Siden 26-02-2019	
	26-02-2019	År til dato
Anbefalet allokering	1,9%	7,7%
Benchmark	1,9%	7,2%
Aktier	3,0%	15,2%
Obligationer	1,2%	2,3%
Kontant	-0,2%	-0,3%
Stats- og realkreditobligationer	1,3%	2,3%
Virksomhedsobligationer	2,5%	5,0%



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 Iisager Bak	96 34 40 81

**Redaktion afsluttet, 14. juni 2019, kl. 13:27**

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.