

Eskalerende handelskrig øger vækstfrygten

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

- Handelskrigen eskalerede i starten af august endnu en gang, hvilket resulterede i uro på de finansielle markeder som følge af øget usikkerhed og vækstfrygt.
- Det er vores vurdering, at den aktuelle vækstfrygt er overdreven. Handelskrigen har påvirket global vækst negativt og er fortsat en væsentlig risikofaktor for udsigterne for global vækst og de finansielle markeder. Det er dog vores vurdering, at fornuften sejrer i sidste ende, og at vi på et tidspunkt får en form for handelsaftale mellem USA og Kina. Vi forventer fortsat hæderlig global vækst – om end i lidt lavere tempo end vi har været vant til i perioden efter finanskrisen. Risikoen for en global recession over de næste 3-6 måneder vurderes stadig som værende lav. Det globale vækstbillede understøttes af udsigt til nye pengepolitiske lempelser samt mere positive toner på den finansielle front.
- De lange statsrenter har sat nye rekorder og er fortsat uforenelige med vækst- og inflationsudsigterne. Usikkerheden om den fremtidige renteutvikling er stor. Vi forventer stort set uændrede lange statsrenter på 3-6 måneders sigt.
- Udsigten til fortsat hæderlig global vækst og fortsat lave statsrenter forventes at understøtte risikofyldte aktiver. Vi forventer stort set uændrede kreditspænd og svagt stigende globale aktiemarkeder på 3-6 måneder sigt. Nyheder på handelsfronten må forventes at være en fortsat kilde til volatilitet.
- Vi vælger ud fra en samlet vurdering af afkastmuligheder og risici at fastholde vores anbefaling om neutral vægt på både aktier og obligationer.

Anbefalet aktivallokering	Før	Nu
Aktier	Neutral vægt	Neutral vægt
Obligationer	Neutral vægt	Neutral vægt
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

Handelskrigen eskalerer ...

Handelskrigen mellem USA og Kina eskalerede endnu en gang i starten af august, hvor Trump annoncerede, at USA fra 1. september vil lægge 10 pct. tariffen på yderligere 300 mia. USD kinesisk import – vel og mærke på trods af, at Trump i slutningen af juni havde lovet kineserne ikke at øge tariffen, så længe parterne forhandlede. Kina svarede hurtigt igen ved (ifølge nyhedsbureauet Bloomberg) at beordre et stop for importen af amerikanske landbrugsvarer og ved at svække den kinesiske valuta overfor USD. Den 13. august valgte Trump dog at udskyde implementeringen af ca. halvdelen af de nye tariffen til 15. december. Samtidigt forlyder det, at handelsforhandlingerne genoptages i løbet af de kommende uger.

... og udløser vækstfrygt på de finansielle markeder

Eskaleringen af handelskrigen udløste uro på de finansielle markeder, hvor aktiemarkedene og renterne faldt. Vi så

endda kortvarigt den 10-årige amerikanske statsrente falde til et niveau, der var lavere end den 2-årige statsrente. En sådan invertering af rentekurven har historisk signaleret øget risiko for recession. Rentekurven har således været inverteret forud for alle amerikanske recessioner siden 1965. Med til historien hører dog, at vi 3 gange har set en invertering af rentekurven, uden at vi efterfølgende har fået en recession, og at der kan gå op til 2 år fra en invertering af rentekurven, og indtil en recession indtræffer.

Handelskrigen: En væsentlig usikkerhedsfaktor

Udviklingen på handelsfronten gennem den seneste måned illustrerer med al tydelighed, hvor uforudsigelig og omskiftelig handelskrigen er. Både med hensyn til, hvor hurtigt Trump kan eskalere handelskrigen, men også med hensyn til, hvor hurtigt Trump kan vende helt eller delvist rundt på en tallerken. Udviklingen viser samtidigt også, hvor følsomme de finansielle markeder er overfor uro på handelsfronten.

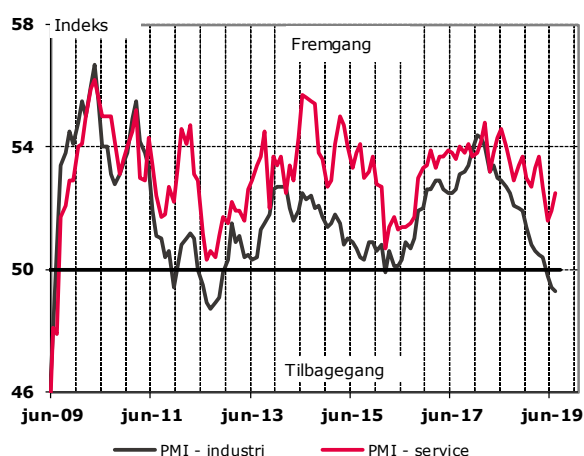
I takt med at præsidentvalget i november 2020 nærmer sig, er det vores forventning, at Trump i stigende grad vil være følsom overfor udsving på aktiemarkedene og eventuelle tegn på, at handelskrigen påvirker den almindelige amerikaner i større grad. Det er fortsat vores forventning, at fornuften sejrer i sidste ende, og at USA og Kina indgår en form for handelsaftale. Hvornår dette sker, og hvilket omfang en sådan aftale får, er dog noget nær umuligt at forudsige. I kulissen spøger endvidere stadig risikoen for, at Trump lægger tariffer på europæiske biler.

Udsigt til vækstafmatning men ikke recession

Der er ikke nogen tvivl om, at handelskrigen har spillet en stor rolle i den vækstafmatning, som vi har set gennem 2018 og ind i 2019, og at den seneste eskalering lægger et yderligere nedadgående pres på global vækst. Dette både gennem de direkte handelseffekter men også gennem lavere investeringsaktivitet som følge af øget usikkerhed.

Det er dog vores vurdering, at den aktuelle vækstfrygt er overdreven. Vi forventer global vækst tæt på 3,25 pct. i 2019 og lidt lavere i 2020. Der er med andre ord udsigt til hæderlig global vækst – om end i lidt mere afdæmpet tempo, end vi har været vant til i perioden efter finanskrisen. Og selvom risikoen for lavere end ventet global vækst er højere end sandsynligheden for højere end ventet global vækst i både 2019 og i særdeles 2020, er det stadig vores vurdering, at risikoen for en ny global recession over de næste 3-6 måneder er lav. Det er dog vigtigt, at vi snart begynder at se tegn på stabilisering i global industri, og ikke mindst at svagheden i industrien ikke for alvor begynder at påvirke servicesektoren. Det er i denne henseende opmuntrende, at aktivitetsbarometeret for den globale servicesektor er steget de to seneste måneder på trods af fortsatte fald i det tilsvarende aktivitetsbarometer for industrien – se figur 1.

Figur 1: Globale aktivitetsbarometre



Kilde: Datastream og Markit

Det er samtidigt vigtigt at være opmærksom på, at udsigterne for global vækst er meget afhængige af handelskrigen, og at usikkerheden i denne henseende er stor. Både med hensyn til hvordan handelskrigen udvikler sig fremover, men også med hensyn til hvorvidt handelskrigen allerede har påført global økonomi mere langvarig skade i form af generelt øget politisk usikkerhed, ændrede handelsrelationer og ændret globalt politisk samarbejde.

Hjælp fra finans- og pengepolitiske tiltag

På den positive front er det værd at bemærke, at de kinesiske myndigheder fortsat har fokus på målrettede finans- og pengepolitiske tiltag, og at det seneste budgetforlig i USA betyder, at der nu ikke længere er udsigt til finanspolitisk modvind i 2020. I Tyskland begynder regeringen endvidere at åbne op for muligheden for finanspolitiske tiltag. Efter negativ vækst i 2. kvartal og tilbagegang i industrien vil sådanne tiltag komme som en kærkommen medvind til den pressede tyske økonomi. Det er dog endnu uvist, hvorvidt og i givet fald hvornår, den tyske regering er klar til at stimulere økonomien. På den pengepolitiske front er der ikke megen tvivl om, at vi kommer til at se yderligere stimuli. I USA forventer vi, at Fed efter juli måneds rentenedsættelse sænker styringsrenten yderligere 2 gange i løbet af efteråret. I Eurozonen forventes ECB at annoncere en større pengepolitisk pakke på rentemødet til september – herunder en rentenedsættelse og sandsynligvis også et nyt opkøbsprogram.

Det er værd at bemærke, at udsigten til yderligere finans- og pengepolitiske tiltag i høj grad skyldes handelskrigen. Den negative effekt på global vækst har ramt specielt europæisk industri og vækst hårdt og er således indirekte en vigtig årsag til, at ECB finder det nødvendigt at lempe pengepolitikken yderligere, og at den tyske regering begynder at åbne op for finanspolitiske lempelser. I USA spiller usikkerhed omkring handelskrigen og svagere global vækst ligeledes en vigtig rolle bag Feds seneste rentenedsættelse og signaler om yderligere lempelser.

Obligationer

Nye renterekorder

Eskaleringen af handelskrigen samt forventninger om nye pengepolitiske stimuli har resulteret i nye rekordlave statsrenter. På globalt plan handler ca. 40 pct. af alle statsobligationer nu med negativ rente og i Danmark og Tyskland handler alle statsobligationer med negativ rente.

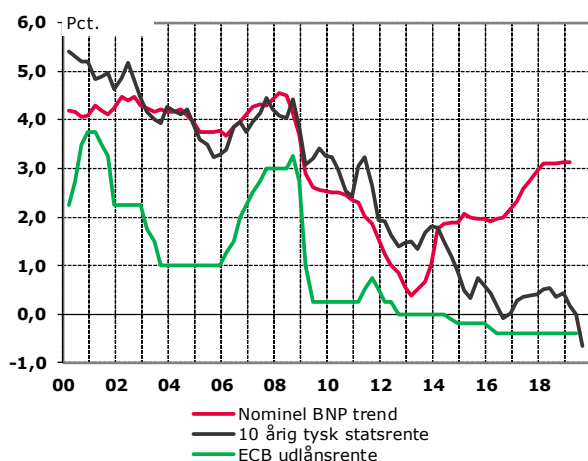
Uforenelige med vækst- og inflationsudsigterne

De nuværende renteniveauer er – og har i lang tid været – uforenelige med de vækst- og inflationsudsigter, som vi ser. I hvert fald hvis flere af de historiske erfaringer og teoretiske sammenhænge fortsat skal holde stik. Vi har

således historisk set en tæt sammenhæng mellem udviklingen i nominal BNP-vækst (vækst plus inflation) og 10-årige statsrenter – se figur 2. En sammenhæng der også kan retfærdiggøres ud fra økonomisk teori. De nuværende renteniveauer signalerer ifølge en sådan model negativ nominal BNP vækst, hvilket ligger meget langt fra vores syn på vækst- og inflationsudsigterne.

En alternativ model for lange statsrenter tilsiger, at en fx 10-årig statsrente skal være bestemt som et gennemsnit af den forventede styringsrente over de næste 10 år plus et risikotillæg. Ud fra en sådan model indikerer de nuværende renteniveauer, at ECB og Nationalbanken næppe kommer til at bringe styringsrenterne tilbage i positivt niveau før om knap 10 år. Ses på de mere kortsigtede forventninger til Fed og ECB, indpriser de finansielle markeder også flere rentenedsættelser over det kommende år, end vi forventer.

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



Kilde: Datastream

Udsigt til stort set uændrede lange statsrenter

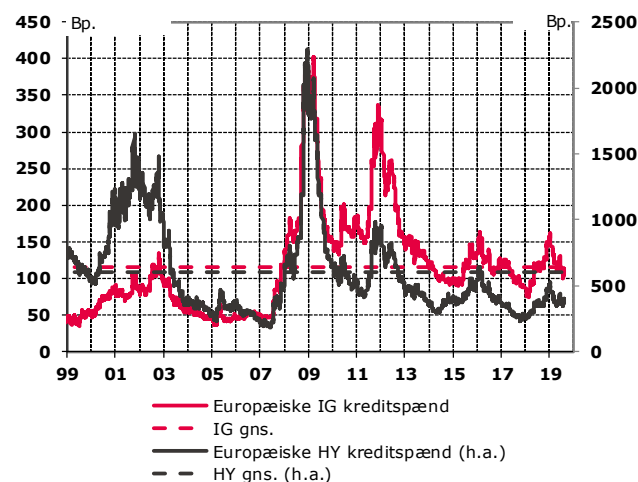
Flere forhold taler med andre ord for væsentligt højere lange statsrenter, end vi ser pt. Omvendt er det svært at se, hvad der de næste 3-6 måneder for alvor skal vende stemningen på obligationsmarkederne – specielt set i lyst af usikkerheden på handelsfronten og udsigt til nye pengepolitiske tiltag fra både ECB og Fed over de kommende måneder. Vi forventer stort set uændrede lange statsrenter de næste 3-6 måneder. Usikkerheden omkring den fremtidige renteutvikling er dog stor.

Udsigt til stort set uændrede kreditspænd

Fortsat lave statsrenter kombineret med udsigt til fortsat hæderlig global vækst – om end i lidt mere afdæmpet tempo end vi har været vant til i perioden efter finanskrisen – udgør efter vores vurdering et positivt miljø for virksomhedsobligationer. Dette skyldes både udsigt til fortsat begrænsede misligholdelser og en fortsat stor interesse for obligationer, der tilbyder en merrente i forhold til statsobligationer. Det er i denne henseende vigtigt at bemærke, at

IG virksomhedsobligationer fortsat tilbyder en merrente, der ligger meget tæt på det historiske gennemsnit – se figur 3. HY virksomhedsobligationer tilbyder omvendt en merrente, der er lavere end det historiske gennemsnit. Lavere varighed og højere kreditkvalitet kan dog forklare noget af dette. Vi forventer stort set uændrede kreditspænd over de kommende 3-6 måneder.

Figur 3: Europæiske kreditspænd



Kilde: Datastream

Aktier

Begrænset men positiv EPS-vækst

Vores forventninger til global vækst kombineret med den historiske sammenhæng mellem EPS-vækst (indtjening pr. aktie) og global vækst tilsiger uændret til marginalt positiv EPS-vækst i 2019 og 2020. Hertil kommer effekterne af virksomhedernes egne tilbagekøb af aktier. Der er efter vores vurdering således udsigt til svag medvind til de globale aktiemarkeder fra indtjeningsfronten.

Attraktiv prisfastsættelse relativt til obligationer

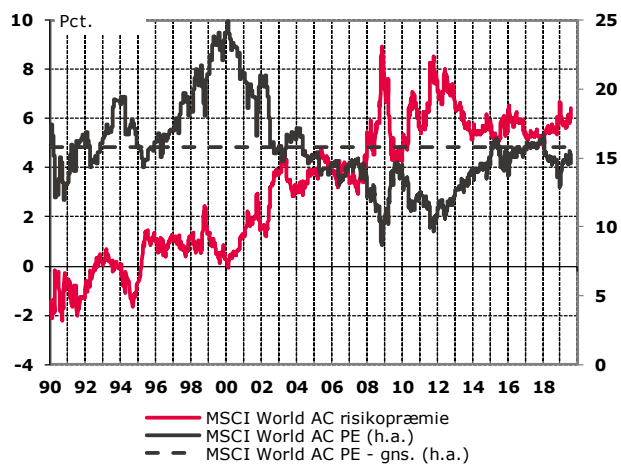
Globale aktier er målt på PE-forhold (kurs i forhold til indtjening) nogenlunde fair prisfastsæt. PE-forholdet for globale aktier ligger således en smule under det historiske gennemsnit – se figur 4. Ses relativt til obligationer er aktier dog meget attraktivt prisfastsat. Dette ses både ved et højt direkte afkast (udbytte i forhold til kurs) og ved den såkaldte aktierisikopræmie (det forventede merafkast som investorer kræver for at købe aktier i stedet for obligationer) – se figur 4. Det lave renteniveau er med andre ord understøttende for de globale aktiemarkeder – vel og mærke så længe der ikke er udsigt til nævneværdig indtjeningstilbagegang.

Udsigt til svag aktieoptur

Svag positiv EPS-vækst og fortsat lave statsrenter forventes at understøtte en fortsat svag aktieoptur over de kommende 3-6 måneder. Der er dog ingen tvivl om, at

aktiemarkedene fortsat vil være meget følsomme overfor nyheder på handelsfronten og nyheder om finans- og pengepolitiske lempelser.

Figur 4: Globale aktier - PE og risikopræmie



Kilde: Datastream

Taktisk aktivallokering

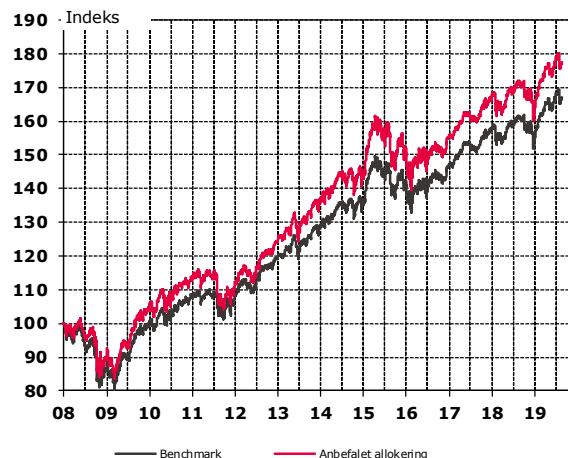
Som nævnte ovenfor er det vores vurdering, at den væksthrygt, der har præget de finansielle markeder gennem august, er overdreven. Vi forventer fortsat hæderlig global vækst i omegnen af 3,25 pct. i 2019 og lidt lavere i 2020 og ser risikoen for en recession over de næste 3-6 måneder som værende lav.

Vores hovedscenarier indebærer stort set uændrede lange statsrenter, stort set uændrede kreditspænd og svagt stigende globale aktiemarkeder. Som nævnt ovenfor udgør handelskrigen en væsentlig joker og usikkerheden herom er høj. Udover handelskrigen udgør situationen i Hongkong og spændingerne i Mellemøsten samt til dels også Brexit og den politiske situation i Italien vigtige usikkerhedsmomenter for de finansielle markeder.

Vi vælger ud fra en samlet vurdering af risici og afkastmuligheder at fastholde en neutral vægt på både aktier og obligationer.

Figur 5: Afkast og performance

Afkast pr. 19-08-2019	Siden 11-06-2019	År til dato
Anbefalet allokering	1,1%	8,9%
Benchmark	1,1%	8,3%
Aktier	1,3%	16,6%
Obligationer	0,9%	3,3%
Kontant	-0,1%	-0,4%
Stats- og realkreditobligationer	0,9%	3,2%
Virksomhedsobligationer	2,3%	7,4%



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 Iisager Bak	96 34 40 81

Redaktion afsluttet, 21. august 2019, kl. 15:23

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.