

Global vækstafmatning men næppe en ny recession

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

- Udvikler den igangværende globale vækstafmatning sig til en recession, eller kan vi se frem til en stabilisering og eventuelt svagt tiltagende global vækst? Det er det afgørende spørgsmål, som investorer står overfor. Vi forventer, at global vækst vil stabilisere sig og tiltage en smule i 2020. Der er efter vores vurdering dog udsigt til noget mere afdæmpet global vækst, end vi har været vant til i perioden efter Finanskrisen. Risikoen for en global recession vurderes fortsat at være lav. Udsigterne er fortsat stærkt afhængige af udfaldet af den igangværende handelskrig mellem USA og Kina. Inflationen forventes at forblive lav og pengepolitikken forventes at forblive meget lempelig.
- Det er vores forventning, at den ekstremt lempelige pengepolitik vil forankre de lange statsrenter omkring det nuværende niveau over de kommende 3-6 måneder. Udfaldsrummet er dog asymmetrisk: Risikoen for kraftige rentestigninger er større end sandsynligheden for kraftige rentefald.
- Kombinationen af meget lave lange statsrenter og positiv om end mere afdæmpet global vækst, end vi har været vant til i perioden efter Finanskrisen, vil efter vores vurdering tilskynde en fortsat jagt på afkast, der vil komme virksomhedsobligationer og i særdeleshed aktiemarkederne til gode. Vi forventer stort set uændrede kreditspænd og svagt stigende aktiemarkeder på 3-6 måneders sigt.
- Som investor er man dog nødt til at forberede sig på udsigt til lavere afkast, end vi har set i perioden efter Finanskrisen. Ud fra en samlet vurdering af afkastmulighederne og risikobilledet, der i høj grad er afhængigt af politiske forhold, vælger vi at fastholde alle aktivklasser på neutral vægt.

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

Der er ikke nogen tvivl om, at global økonomi er gået ned i gear gennem 2019 – se figur 1 – og at omfanget af vækstafmatningen har været større, end de fleste havde ventet. Som eksempel kan nævnes den internationale valutafond, IMF, der i oktober 2018 forventede global vækst på 3,7 pct. i 2019 og nu forventer global vækst på 3,0 pct. i 2019.

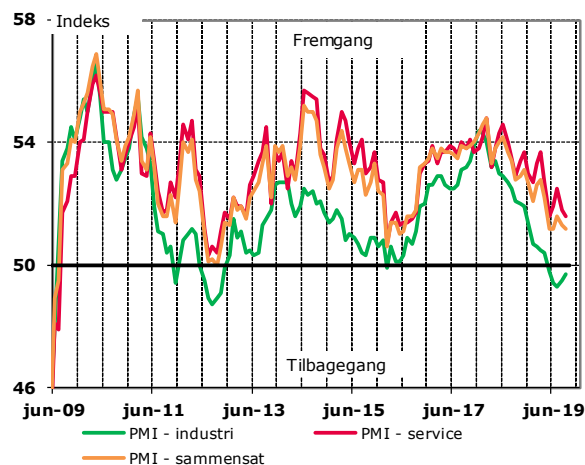
Det afgørende spørgsmål er nu, hvorvidt den igangværende vækstafmatning udvikler sig til en decideret global økonomisk nedtur (en såkaldt recession), stabiliserer sig, eller om vi ligesom i forbindelse med vækstafmatningerne i 2012 og 2016 vil se global økonomi komme lidt mere op i gear igen?

Afdæmpet men positiv vækst

Vores hovedscenarier er fortsat, at global vækst stabiliserer sig og derefter tiltager en smule. Vi forventer global vækst omkring 3,2 pct. i 2020. Der er med andre ord udsigt til positiv men noget mere afdæmpet global vækst, end vi har

været vant til i perioden 2012-2018, hvor den årlige globale vækst har været i gennemsnit 3,6 pct.

Figur 1: Globale aktivitetsbarometre



Kilde: Datastream og Markit

Den seneste tids nøgletal og politiske begivenheder understøtter efter vores vurdering dette hovedscenarior. Vi har set en vis form for stabilisering i de globale aktivitetsbarometre, ligesom den politiske usikkerhed er aftaget en smule. Risikoen for en såkaldt hård Brexit er efter vores vurdering således aftaget, og der er tegn på fremskridt i handelsforhandlingerne mellem USA og Kina.

Risikoen for en global recession vurderes fortsat at være lav.

Handelskrigen er en stor joker

Der er ikke megen tvivl om, at handelskrigen mellem USA og Kina spiller en væsentlig rolle bag den større end ventede globale vækstafmatning, som vi har set gennem 2019. Både som følge af de direkte effekter på global handel men også som følge af de indirekte effekter i form af lavere investeringsaktivitet på grund af øget usikkerhed. Udsigterne for handelskrigen er således den store joker, når vi skal vurdere udsigterne for global økonomi.

Som nævnt ovenfor er der pt. fremskridt i handelsforhandlingerne mellem USA og Kina, der efter de seneste udmeldinger fra både amerikansk og kinesisk side er tæt på at indgå en mindre delaftale på handelsområdet. En delaftale, der efter de foreløbige udmeldinger skal underskrives i midten af november, hvorefter USA og Kina efter planen vil fortsætte handelsforhandlingerne med henblik på at indgå en mere omfattende aftale.

Mens udsigterne til en sådan første delaftale og fortsatte handelsforhandlinger giver grund til forsigtig optimisme på handelsfronten, er det samtidigt vigtigt at huske på, at udviklingen på handelsfronten kan være særdeles omskiftelig. Det er desuden stadig planen, at nye amerikanske tariffer på kinesiske varer vil træde i kraft 15. december.

Det er fortsat vores forventning, at fornuften sejrer i sidste ende, og at USA og Kina indgår en form for handelsaftale, der som minimum sikrer en mere permanent våbenhvile på handelsfronten og forhåbentligt også fjerner nogle af de eksisterende tariffer. Hvornår en sådan aftale i givet fald indgås, og hvor omfattende aftalen bliver, er dog umuligt at spå om. I kulissen spøger endvidere stadig risikoen for, at Trump lægger tariffer på europæiske biler.

Svagt stigende inflation

Vi forventer, at svagt faldende arbejdsløshed vil lægge et svagt opadgående pres på inflationen i både Eurozonen og USA. Mens den underliggende inflation i USA, den såkaldte kerneinflation, over de seneste måneder er steget og nu nærmer sig 2 pct., har den underliggende inflation i Eurozonen ligget relativt stabilt omkring 1 pct.

Yderligere penge- og finanspolitiske stimuli?

I USA har centralbanken (Fed) sænket styringsrenten med samlet set 0,5 pct.-point på rentemøderne i juli og september og forventes at sænke styringsrenten med yderligere 0,25 pct.-point på rentemødet den 30. oktober, hvilket vil bringe styringsrenten ned i intervallet 1,50-1,75. Vi forventer, at Fed herefter holder styringsrenten uændret. Uenigheden i Fed er dog større, end vi har været vidne til i lang tid, og usikkerheden om de pengepolitiske udsigter i USA er derfor større end normalt.

Den europæiske centralbank, ECB, annoncerede på rentemødet i september en større pengepolitisk pakke i form af blandt andet rentenedsættelse til -0,5 pct. og en genoptagelse af centralbankens opkøbsprogram for obligationer. ECB meddelte samtidigt, at styringsrenten forventes at forblive på det nuværende niveau eller lavere indtil den underliggende inflation nærmer sig 2 pct., og at opkøbsprogrammet forventes at fortsætte indtil kort tid før styringsrenten hæves. Der er med andre ord udsigt til meget lempelig pengepolitik i Eurozonen i meget lang tid fremover – også selvom styringsrenten næppe sænkes yderligere fra det nuværende niveau.

Et af de store spørgsmål er nu, hvorvidt der i Eurozonen kommer finanspolitiske lempelser for at adressere den vækstafmatning, som vi ser i Eurozonen og specielt Tyskland. ECB-chef Mario Draghi efterlyste på seneste rentemøde sådanne finanspolitiske lempelser fra de lande, der har finanspolitisk råderum. Fokus rettes her specielt mod Tyskland. Udmeldingerne fra de tyske politikere er blandede, men det ser ud som om, at man i stigende grad åbner døren op for finanspolitiske lempelser.

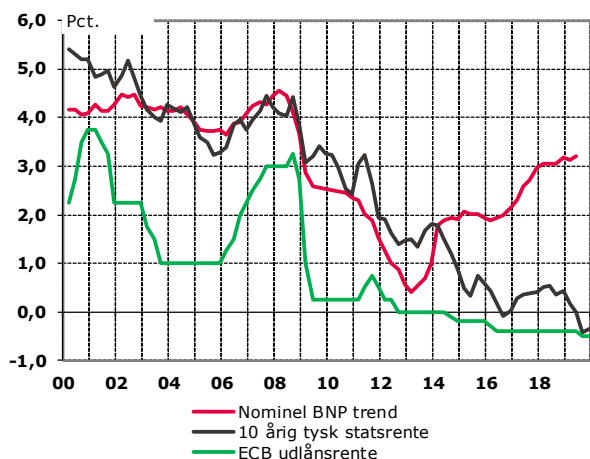
Obligationer

Stort set uændrede lange statsrenter

Det er vores forventning, at den ekstremt lempelige pengepolitik i både USA og Eurozonen fortsat vil forankre de lange statsrenter omkring det nuværende niveau. Vi forventer således stort set uændrede lange statsrenter over de næste 3-6 måneder. Det er dog, som vi har skrevet om flere gange tidligere, meget vigtigt at være opmærksom på, at de historiske sammenhænge mellem vækst, inflation og lange statsrenter tilsiger væsentligt højere lange statsrenter, end vi ser pt. – også selv ved udsigten til fortsat lav inflation og mere afdæmpet global vækst, end vi har været vant til i perioden efter Finanskrisen – se figur 2.

Udfaldsrummet er således asymmetrisk: Risikoen for kraftige rentestigninger er større end sandsynligheden for kraftige rentefald. Sidstnævnte vil formentligt kræve spekulationer i eller faktiske udmeldinger om yderligere rentenedsættelser fra ECB eller Fed, og/eller tegn på at vi er på vej mod en ny global recession.

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

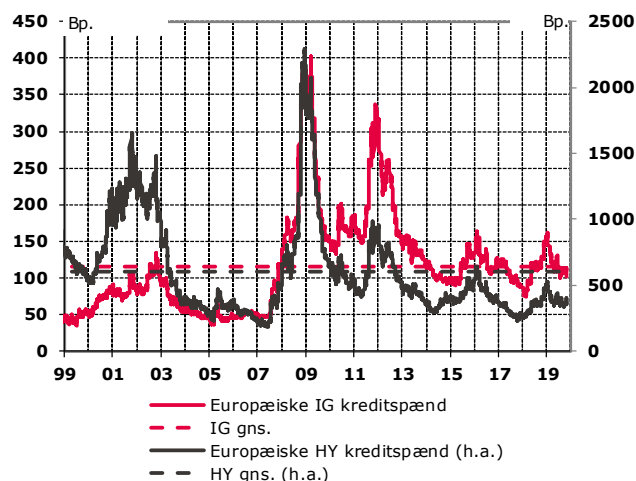


Kilde: Datastream

Stort set uændrede kreditsspænd

Kreditsspændet på europæiske investment grade (IG) virksomhedsobligationer ligger tæt på det historiske gennemsnit, mens kreditsspændet på europæiske high yield (HY) virksomhedsobligationer fortsat ligger under det historiske gennemsnit. Kreditsspændene på både europæiske IG og HY virksomhedsobligationer lå dog en del lavere end de nuværende niveauer i perioden op til Finanskrisen – se figur 3. Europæiske virksomhedsobligationer er efter vores vurdering samlet set nogenlunde fair prisfastsat relativt til statsobligationer.

Figur 3: Europæiske kreditsspænd



Kilde: Datastream

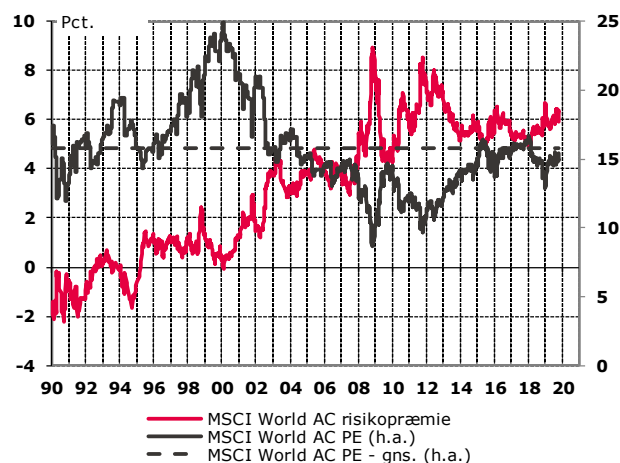
Kombinationen af meget lave lange statsrenter og positiv men mere afdæmpet global vækst, end vi har været vant til i perioden efter Finanskrisen, udgør tilsammen et gunstigt miljø for virksomhedsobligationer. Både som følge af, at andelen af misligholdelser forventes at forblive lav, og som følge af at de meget lave renteniveauer tilskynder en jagt på afkast, der forventes at komme blandt andet virksomhedsobligationer til gode. Vi forventer stort set uændrede kreditsspænd over de kommende 3-6 måneder.

Udsigt til svag aktieoptur

Global vækst i omegnen af 3,2 pct., som vi forventer i 2020, har historisk været konsistent med svag positiv EPS-vækst (vækst i indtjening pr. aktie) for globale aktier.

Målt på PE-forhold er globale aktier nogenlunde fair prisfastsat. Som figur 4 viser, handler globale aktier således til et PE-forhold meget tæt på det historiske gennemsnit. Relativt til obligationer er globale aktier dog fortsat meget attraktivt prisfastsat – både når der ses på direkte afkast (dividend yield) i forhold til lange renter, og når der ses på risikopræmien på globale aktier, det vil sige det forventede merafkast som investorer kræver for at købe aktier fremfor obligationer – se figur 4.

Figur 4: Globale aktier - PE og risikopræmie



Kilde: Datastream

Kombinationen af positiv men svag EPS-vækst, lave statsrenter og attraktiv prisfastsættelse af aktier relativt til obligationer forventes at understøtte en fortsat svag optur på aktiemarkedene over de næste 3-6 måneder.

Taktisk aktivallokering

Vores makroøkonomiske hovedscenarier er som nævnt fortsat positiv global vækst – om end i mere afdæmpet tempo end vi har været vant til i perioden efter Finanskrisen, lav men svagt stigende inflation og meget lempelig pengepolitik. Dette forventes at understøtte stort set uændrede lange statsrenter og en jagt på afkast, der vil komme både virksomhedsobligationer og specielt aktier til gode. Det er vores vurdering, at selv lidt svagere global vækst end de 3,2 pct., som vi forventer for 2020, ikke vil afspore en sådan jagt på afkast – i hvert fald så længe der ikke er udsigt til en ny global recession.

Som investor er man dog nødt til at forberede sig på udsigt til lavere afkast, end vi har set i perioden efter Finanskrisen. Både som følge af de generelt meget lave renteniveauer og udsigten til stort set uændrede lange statsrenter, men også som følge af udsigten til kun ret begrænset EPS-vækst, der efter vores vurdering vil medføre lavere afkast på aktier, end vi har set i en længere årrække.

Ud fra en samlet vurdering af afkastmulighederne og risikobilledet, der i høj grad er afhængigt af politiske forhold, vælger vi at fastholde alle aktivklasser på neutral vægt.

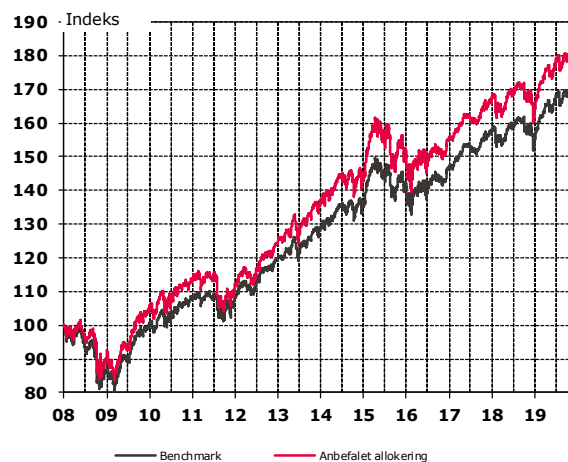
Figur 5: Anbefalet aktivallokering

	Før	Nu
Aktier	N	N
Obligationer	N	N
Kontant/pengemarkedsprodukter	N	N
Stats- og realkreditobligationer	N	N
Virksomhedsobligationer	N	N

Anbefalingen skal ses i forhold til investors neutrale strategi og for en 3-6 måneders horisont.
O = overvægt, S-O = svag overvægt, N = neutral vægt, S-U = svag undervægt

Figur 6: Afkast og performance

Afkast pr.	Siden	År til dato
28-10-2019	19-08-2019	
Anbefalet allokering	1,7%	10,7%
Benchmark	1,7%	10,2%
Aktier	5,4%	23,0%
Obligationer	-0,8%	2,5%
Kontant	-0,1%	-0,5%
Stats- og realkreditobligationer	-1,1%	2,0%
Virksomhedsobligationer	-0,1%	7,3%



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, 30. oktober 2019, kl. 14:45

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.