

Vækst kontra politisk risiko - vil aktieopturen fortsætte?

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

- 2016 har været et bemærkelsesværdigt år. På trods af Brexit, Trump som ny præsident, italienernes nej til forfatningsændring og faldende indtjening pr. aktie i både USA og Europa er globale aktier meget overraskende steget godt 10 pct. år til dato. Forklaringen skal formentligt findes i et tiltagende globalt vækstmomentum startende medio året, der har mere end opvejet modvinden fra den øgede politiske usikkerhed, samt et ret entydigt fokus på de vækstvenlige aspekter af Trump som præsident fremfor et mere risikomæssigt balanceret syn på Trump.
- Vi forventer fortsat et moderat globalt opsving. Den kortsigtede økonomiske usikkerhed er aftaget, og der er nu gode muligheder for positive vækstoverraskelser som følge af udsigt til finanspolitiske stimuli i USA. Vi får næppe nye pengepolitiske signaler fra ECB før sidst på året. Omvendt risikerer vi, at Fed som følge af udsigt til, at finanspolitiske stimuli vil genere kraftigere end ventet inflation, vil signalere flere renteforhøjelser end pt. ventet.
- Den politiske usikkerhed er fortsat høj. I Europa venter en lang række valg og forhandlingerne om vilkårene for den britiske EU-exit. I USA kan Trumps uforudsigelighed hurtigt dukke op på de finansielle markeders radar igen.
- Vi forventer svagt stigende lange renter men under stor volatilitet, stort set uændrede kreditspænd og stigende aktiemarkeder over de næste 3-6 måneder. Allokeringsmæssigt er vi fristet af at overvægte aktier som følge af det aktuelle vækst- og aktiemomentum og fraværet af kendte åbenlyse stopklodser for en fortsat aktieoptur over de kommende 3 måneder. Ud fra en samlet vurdering af afkastmuligheder og risici vælger vi dog at fastholde en neutral vægt på alle aktivklasser. Dette skyldes: 1) På lidt længere sigt lurer en lang række politiske risici, der kan påvirke både risikoappetit og mere langsigtede vækstudsigter. 2) Vores aktiemodeller – herunder modeller for absolut og relativ prisfastsættelse samt andre modeller – sender samlet set neutrale signaler.

Anbefalet aktivallokering	Før	Nu
Aktier	Neutral vægt	Neutral vægt
Obligationer	Neutral vægt	Neutral vægt
Kontant/pengeomæringsprodukter	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

2016 - et bemærkelsesværdigt år

Havde vi i starten af 2016 vidst, at europæiske og amerikanske selskaber ville opleve faldende indtjening i 2016, at briterne ville stemme nej til fortsat EU medlemskab, at Trump ville vinde det amerikanske præsidentvalg, og at italienerne ville stemme nej til regeringens foreslåede forfatningsændring, ville vi med garanti have spået, at globale aktiemarkeder i midten af december ville ligge lavere, end de startede året. Dette er ikke sket. Globale aktier er tværtimod pr. 12. december og målt i DKK steget knap 11 pct. i 2016 - heraf det meste i andet halvår og i særdeleshed efter valget af Trump 8. november.

Er politiske begivenheder ligegyldige? Nej

Det kan ud fra udviklingen i 2016 være fristende at konkludere, at politiske begivenheder ikke betyder noget for aktiemarkederne. Dette vil dog efter vores vurdering være at drage en forhastet og forkert konklusion. På længere sigt vil de makroøkonomiske fundamentaler i form af vækst og inflation være de dominerende kræfter bag udviklingen på de finansielle markeder. Politiske begiven-

heder har dog potentialet til at påvirke disse fundamentaler og kan på specielt kortere sigt påvirke risikoappetiten på de finansielle markeder og dermed udviklingen på både aktie- og obligationsmarkederne.

Udviklingen i 2016 er en påmindelse om dette. Den britiske EU afstemning bevirkede en umiddelbar voldsom uro på de globale aktiemarkeder, der dog hurtigt rettede sig igen. Denne reaktion skal formentligt ses i lyset af, at perioden omkring den britiske EU afstemning var sammenfaldende med, at globale makroøkonomiske nøgletal begyndte at bevæge sig fra at skuffe og til at overraske positivt – se figur 1. Samme udvikling sås op til og efter valget af Donald Trump, ligesom de faldende aktiemarkeder i specielt første kvartal også var sammenfaldende med skuffende økonomiske nøgletal, der samtidigt blev ledsaget af et kollaps i olieprisen. Udviklingen på aktiemarkederne i andet halvår af 2016 er således formentlig snarere et resultat af, at modvinden fra positive overraskelser i global økonomi har været stærkere end

modvinden fra den politiske usikkerhed, end at politiske begivenheder er ligegyldige.

Figur 1: Globale aktier og makroøkonomiske nøgletal



Når dette er sagt, er 2016 dog nok også samtidig en vigtig påmindelse om, at man som investor skal passe på ikke at fokusere alt for meget på nærtstående politiske begivenheder og disses potentielle negative implikationer. Omvendt skal man selvfølgelig heller ikke gå i den anden grøft og kun fokusere på potentielt positive aspekter af politiske begivenheder eller for den sags skyld helt ignorere politiske begivenheder.

Valget af Donald Trump og den britiske EU exit er en meget god illustration af begge faldgrupper. Under den amerikanske præsidentvalgkamp samlede fokus sig i høj grad omkring Trumps uforudsigelighed og meget hårde retorik omkring specielt immigration (udvisning af illegale indvandrere, indrejseforbud for muslimer og opførelsen af en mur langs grænsen til Mexico), protektionisme (annulteret og genforhandling af frihandelsaftaler samt en langt mere konfrontatorisk kurs overfor Kina) samt en ny sikkerhedspolitik kurs. Der var her mindre fokus på Trumps løfter om skattelettelse, infrastrukturinvesteringer og deregulering. Efter valget - og allerede startende ved Trumps relativt forsonende sejrstale - har fokus på de finansielle markeder flyttet sig til at være næsten entydigt på de vækstvenlige aspekter i form af specielt skattelettelse og infrastrukturinvesteringer, hvilket har drevet aktiemarkedene højere. På tilsvarende måde samlede meget af fokus sig op til den britiske EU afstemning omkring de mere langsigtede økonomiske effekter af en EU-exit samt risikoen for ny frygt for et kollaps af EU-samarbejdet. Efter EU-afstemningen blev det hurtigt klart, at de resterende EU lande var enige om at sætte hårdt mod hårdt overfor briterne, men også at forhandlingerne om vilkårene for den britiske EU-exit og dermed mere klarhed over de langsigtede økonomiske konsekvenser af den britiske EU-exit ville blive udskudt til 2017. Samtidig

gav den massive GBP svækkelse en umiddelbar vitaminindsprøjtning til britisk økonomi.

En forstærkende faktor bag markedsudviklingen gennem 2016 er formentligt også, at investorerne i deres jagt på afkast i det aktuelle lavrente og lavvækst miljø er ekstra følsomme overfor udsving i vækstudsigterne.

Hvad så nu?

Som investor er det afgørende selvfølgelig ikke så meget, hvad der er sket, men hvad der kommer til ske. Vil aktieopturen fortsætte ind i 2017, og hvordan sammensætter man bedst sin portefølje ved indgangen til det nye år? Dette afhænger desværre stadig meget af, hvordan Trump agerer, og hvordan forhandlingerne om den britiske EU-exit forløber - og ikke mindst hvordan disse forhold påvirker vækst- og inflationsudsigterne.

Det er fortsat vores vurdering, at en vejrudsigt for de finansielle markeder skal tage udgangspunkt i, at investorer i et lavrentemiljø - som det vi befinder os i - fortsat vil jage afkast, så længe der er udsigt til som minimum moderat global vækst understøttet af ekstrem lempelig pengepolitik og håndterbar politisk risiko. En sådan jagt på afkast vil komme specielt aktiemarkedene til gode.

Trump: Vækstvenlig ...

Som beskrevet ovenfor, har de finansielle markeder indtil videre vurderet, at Donald Trump som præsident vil være væsentlig anderledes og bedre end Donald Trump som præsidentkandidat - eller med andre ord at Donald Trump vil være vækstvenlig uden at skabe for megen politisk usikkerhed.

Hvorvidt dette er en korrekt vurdering eller ej vil få afgørende betydning for aktiemarkedene fremadrettet. Det er således i diskussionen om, hvad Trump kan og vil gennemføre af politiske tiltag, vigtigt at huske på analysen fra kreditvurderingsbureauet Moody's, som vi i tidligere publikationer har refereret til. Moody's estimerede således i sommers, at en fuld implementering af de forslag, som Trump på daværende tidspunkt havde fremlagt, ville resultere i et forstærket amerikansk opsving efterfulgt af en ny, dyb og længerevarende økonomisk nedtur.

For aktiemarkedernes aktuelle vurdering af Donald Trump taler det forhold, at al lovgivning skal vedtages i begge Kongressens kamre, hvor republikanerne har flertal, og hvor der sandsynligvis kan findes flertal for Trumps vækstvenlige forslag, men hvor der også vil være modstand mod flere af Trumps andre mere kontroversielle forslag. Hertil kommer, at Donald Trump formentligt vil gøre alt hvad han kan for at sikre højere vækst og dermed sikre sit eftermæle. Imod taler nogle af Trumps valg til ministerhold og rådgivere samt Trumps seneste udfald

mod Kina, der bringer minder fra præsidentvalgekampen tilbage.

Samlet set er det vores vurdering, at valget af Donald Trump har øget muligheden for, at væksten i USA i 2017 bliver højere, end hvad der pt. forventes. Dette skyldes stor sandsynlighed for skattelettelser, der vil påvirke væksten i løbet af 2017, og infrastrukturinvesteringer, der dog formentligt først vil påvirke væksten positivt i 2018. Hvor stor effekten af sådanne stimuli bliver, og hvornår effekten vil være synlig, er umuligt at vurdere, før Trump har fremlagt mere konkrete forslag. Det er endvidere meget usikkert, hvorvidt Trumps økonomiske politik vil forbedre den svage produktivitetsvækst og dermed øge økonomiens potentielle vækstrate.

... men også inflationær

Lykkes det Trump at sætte mere gang i amerikansk vækst gennem øgede stimuli, må det forventes, at den amerikanske inflation vil tiltage yderligere. Det amerikanske arbejdsmarked er allerede meget tæt på fuld beskæftigelse. Yderligere stimuli vil således lægge opadgående pres på lønninger og inflation. Forbedres den potentielle vækstrate ikke, er der derfor meget sandsynligt, at yderligere stimuli på lidt længere sigt vil medføre en overophedning af amerikansk økonomi og fremrykke den næste økonomiske nedtur.

Hvad gør Fed?

En lang periode med inflation under målsætningen om 2 pct., kombineret med en tro på at inflationen kun vil stige meget langsomt, har medført, at Fed på trods af stort set fuld beskæftigelse signalerer en meget langsom normalisering af amerikansk pengepolitik - herunder kun 2 renteforhøjelser i 2017. Lykkes det Trump at sætte mere gang i amerikansk økonomi og skabe mere inflation må det derfor forventes, at Fed vil sætte mere fart i normaliseringen af amerikansk pengepolitik. Signaler om dette kommer dog næppe før Trump har fremlagt og Kongressen vedtaget sådanne finanspolitiske stimuli.

Trump: Uforudsigelig

Det er samtidig vigtigt at huske på den øgede politiske usikkerhed som følge af Trumps uforudsigelighed - herunder risikoen for protektionistiske tiltag og geopolitiske spændinger som følge eventuel ny sikkerhedspolitik kurs.

Politiske spændinger i Europa ...

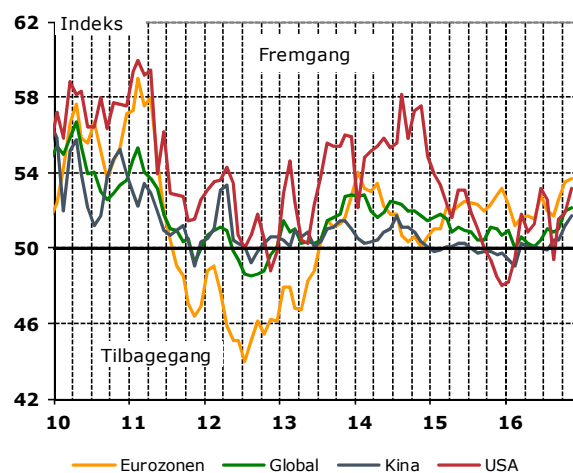
I Europa venter en række vigtige valg i 2017, hvor det frygtes, at fremgang til EU kritiske partier kan så tvivl om EU samarbejdet. I Holland er der parlamentsvalg i marts, hvor Geert Wilders EU kritiske Frihedsparti kan blive det største parti. I april og maj venter første og anden runde af det franske præsidentvalg. Frygten er her, at Marie Le Pen, hvis parti er stærkt EU kritisk, bliver ny præsident. Hertil kommer, at Brexit forhandlingerne formentligt bliver

indledt i løbet af første halvår. EU har indtil videre afvist at indlede forhandlinger om vilkårene for en britisk EU-exit før briterne har aktiveret Lissabon Traktatens artikel 50, der markerer den formelle anmodning om en EU-exit. Den britiske regering har dog meddelt, at man forventer, at dette sker inden udgangen af marts. Sammen med håndtering af flygtningekrisen kan disse forhandlinger sætte EU samarbejdet på prøve - vel og mærke på et tidspunkt, hvor de tyske politikere er optaget af det kommende parlamentsvalg i efteråret.

... men væksten er tiltaget en smule

Ligesom i USA har der den seneste tid i Europa været en tendens til, at væksten er kommet en smule mere op i gear - se figur 2. Selvom finanspolitikken i 2017 formentligt vil give svag medvind til den europæiske vækst, er der i modsætning til USA næppe udsigt til større finanspolitiske stimuli i Europa i 2017. På trods af, at ECB har meddelt, at centralbanken fra april og gennem resten af 2017 vil opkøbe obligationer i lidt mindre mængde end pt., vil pengepolitikken forblive ekstrem lempelig. Mod slutningen af året vil fokus dog blive rettet mod de pengepolitiske signaler for 2018 - herunder ikke mindst om en ny og hurtigere reduktion af opkøbsprogrammet for obligationer venter i 2018.

Figur 2: Aktivitetsbarometre - industri



Kilde: Bloomberg, Datastream og Markit

Stabilitet i Kina - men hold øje med EM uro

Det er fortsat vores vurdering, at kinesisk økonomi er på vej mod en såkaldt blød landing, hvilket den seneste tids nøgletal også bekræfter. Usikkerheden om forholdet til USA og den kinesiske valutakurs politik ulmer dog under overfladen. For emerging markets landene som helhed er der desuden en ikke ubetydelig risiko for, at USD styrkelse ovenpå Trump stimuli kan afstedkomme ny uro.

Politik, politik og politik = større usikkerhed

Vækstudsigerne i specielt USA er, som det fremgår ovenfor, stærkt afhængige af hvilken politik Trump kan og vil

gennemføre. De finansielle markeders står desuden overfor en række større politiske begivenheder gennem specielt første halvår af 2017, ligesom pengepolitikken i USA kan stå overfor en skillevej. Finansielle vejrudsigter vil derfor være behæftet med større end normal usikkerhed.

Svagt stigende lange renter men stor volatilitet

Lange udsigter til rentestigninger fra ECB forankrer de korte statsrenter i Europa og lægger sammen med det fortsat store opkøbsprogram for statsobligationer et nedgående pres på de lange tyske og dermed også danske statsrenter. De mere langsigtede vækst- og inflationsudsigter tilsiger dog fortsat væsentlige højere lange statsrenter i Tyskland og Danmark. Vi forventer stor volatilitet i de lange renter fremadrettet og forventer, at de lange statsrenter om 3-6 måneder vil ligge en smule højere end i dag. Risikoen for pludselige og større rentestigninger er dog stor.

Kreditspænd

De europæiske kreditspænd i både IG og HY er efter vores vurdering nogenlunde fair prisfastsat og forventes at være stort set uændrede over de næste 3-6 måneder.

Aktier: EPS fremgang i 2017

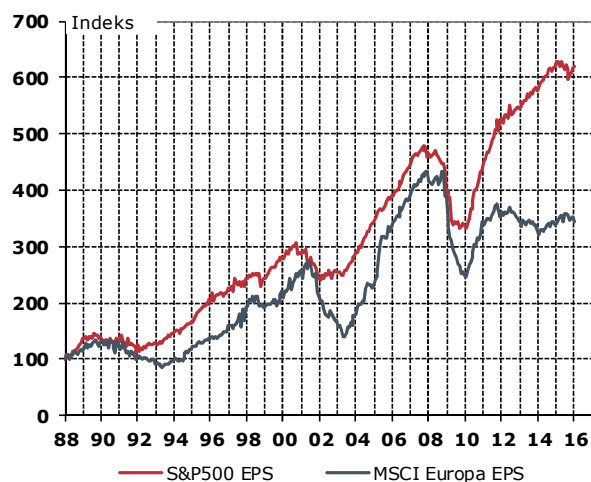
Efter et år, hvor indtjeningen pr. aktie (EPS) i amerikanske selskaber er faldet, og flere år i træk med flad eller faldende EPS i europæiske selskaber – se figur 3 – forventer vi, at 2017 igen kommer til at byde på stigende indtjening. Med en absolut prisfastsættelse tæt på eller lidt over historisk gennemsnit vil stigende indtjening formentligt også være nødvendig for en fortsat aktieoptur. Relativt til statsobligationer er aktier, når der ses på risikopræmier og direkte afkast relativt til renteniveauet, overordnet set fair til attraktivt prisfastsat – omend i noget mindre omfang end tidligere. Morgan Stanleys nøgletalsbaserede aktiemodel signalerer dog nu, at europæiske aktier er dyre relativt til statsobligationer men giver endnu ikke noget salgssignal. Stemningsindikatorer, der normalt fungerer som såkaldte kontrære indikatorer, indikerer optimistiske men endnu ikke euforiske investorer og giver dermed endnu ikke et salgssignal. Vores aktiemodeller, som vi tillægger stor vægt, sender således samlet set et nogenlunde neutralt signal for aktier. Det er vores forventning, at stigende indtjening vil drive aktiemarkedene højere over de næste 3-6 måneder.

Taktisk aktivallokering

En tro på en fortsat aktieoptur taler isoleret set for, at investorer med blandede porteføljer (porteføljer med både aktier og obligationer) overvægtter aktier på bekostning af obligationer. Det vil sige øger aktieeksponeringen en smule og sænker obligationseksponeringen en smule forhold til den porteføljesammensætning, der ifølge investors

risikoprofil er optimal på længere sigt – den såkaldte neutrale strategi eller strategiske aktivallokering.

Figur 3: Amerikansk og europæisk EPS



Kilde: Datastream

Vi er meget fristede af at anbefale en sådan overvægt i aktier set i lyset af det aktuelle momentum på aktiemarkedet og i global vækst samt fraværet af åbenlyse stopklodser i form af kendte politiske begivenheder eller udsigt til nye pengepolitiske signaler over de kommende 3 måneder. Følgende forhold bevirker dog, at vi ud fra en samlet vurdering af afkastmuligheder og risici vælger at modstå denne fristelse og derfor fortsat anbefaler en neutral vægt på alle aktivklasser:

- På trods af mindre kortsigtet usikkerhed om global vækst og gode muligheder for højere vækst i USA end pt. ventet, er der fortsat kun udsigt til moderat global vækst i 2017.
- Der er stor risiko for, at Fed i 2017 vil komme til at signalere flere renteforhøjelser end pt. forventet.
- De finansielle markeder har indtil videre fokuseret næsten entydigt på de vækstvenlige aspekter af Donald Trump som præsident. Dette kan hurtigt ændres. Fokus på de negative aspekter af den kommende britiske EU-exit kan ligeledes hurtigt dukke op igen.
- Der er fortsat stor politisk usikkerhed i Europa – herunder usikkerheden relateret til valg og forhandlinger om britisk EU afstemning.
- Vores aktiemodeller – herunder modeller for absolut og relativ prisfastsættelse samt andre modeller – signalerer overordnet set nogenlunde fair prisfastsættelse af aktier.

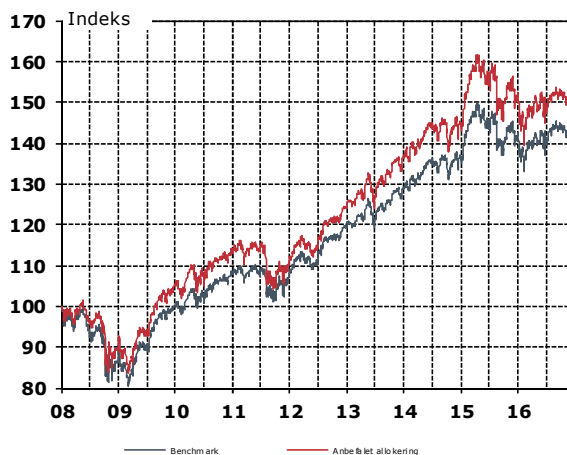
Figur 4: Anbefalet aktivallokering

	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, N = neutral vægt og U = undervægt.

Figur 5: Afkast og performance

Afkast pr. 12-12-2016	Siden 08-11-2016	År til dato
Anbefalet allokering	1,9%	1,1%
Benchmark	1,9%	2,3%
Aktier	5,9%	0,7%
Obligationer	-0,8%	2,4%
Kontant	-0,1%	-0,6%
Stats- og realkreditobligationer	-1,0%	2,5%
Virksomhedsobligationer	-0,8%	5,0%



Benchmark: 40% europæiske 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 Lisager Bak	96 34 40 81

Redaktion afsluttet, 14. december 2016, kl. 15:34

Denne publikation er udgivet af Handelsområdet i Spar Nord Bank A/S, Postboks 162, 9100 Aalborg. Publikationen er markedsføringsmateriale og kan ikke anses som investeringsanalyse. Gengivelsen af publikationen eller dele heraf er ikke tilladt uden forudgående tilladelse. Der er ikke forbud mod at handle inden offentliggørelse og Spar Nord Bank koncernen 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 pålidelig. 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 fremtid 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.

Anbefalingerne skal ikke opfattes som tilbud om køb eller salg af de pågældende finansielle instrumenter. Spar Nord Bank koncernen påtager sig intet ansvar for dispositioner foretaget på baggrund af materialet.