

Øget usikkerhed om styrken af det globale opsving

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

- Det globale opsving er i løbet af 2016 gået ned i gear som følge af specielt lavere amerikansk vækst. Det er fortsat vores hovedscenarion, at det globale opsving fortsætter, men usikkerheden omkring styrken af opsvinget er øget.
- Pengepolitikken forventes at forblive ekstremt lempelig på global plan.
- Den politiske risiko er højere end normalt, men er fortsat håndterbar.
- De lange statsrenter forventes at forblive stort set uændrede over de kommende 3-6 måneder på trods af, at vækst- og inflationsudsigter tilsiger højere lange statsrenter. Det absolutte afkastpotentiale er dog meget begrænset, og risikoen for kraftige rentestigninger skal ikke undervurderes.
- Virksomhedsobligationer er i et historisk perspektiv nogenlunde fair prisfastsat relativt til statsobligationer. Det absolutte afkastpotentiale er dog meget begrænset. ECBs opkøbsprogram for virksomhedsobligationer forventes at understøtte europæiske virksomhedsobligationer fremadrettet. Vi forventer stort set uændrede europæiske kredit-spænd.
- Aktier er fortsat attraktivt prisfastsat relativt til både stats- og virksomhedsobligationer. Absolut set er prisfastsættelsen af aktier fair til en smule dyr, men der er ingen tegn på en aktieboble. Analytikernes indtjeningsforventninger er for optimistiske. Aktieopturen forventes i vores hovedscenarion at fortsætte.
- Den øgede usikkerhed omkring styrken af det globale opsving samt den øgede politiske risiko medfører, at vi ikke vurderer, at sandsynligheden for vores hovedscenarion er høj nok til at retfærdiggøre en overvægt af aktier. Vi vælger derfor fortsat at anbefale neutral vægt på både aktier, statsobligationer og virksomhedsobligationer.

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

Konjunktur- og overordnet markedsvurdering

Hovedscenarion: Jagten på afkast fortsætter

Det gennemgående tema for vores aktivallokering siden efteråret 2012 har været, at:

- Et fortsat globalt opsving
- Ekstremt lempelig pengepolitik
- Håndterbar politisk risiko

kombineret med:

- Lave statsrenter
- Attraktivt prisfastsættelse af aktier relativt til statsobligationer

vil medføre en jagt på afkast, der vil komme virksomhedsobligationer og aktier til gode. Det er fortsat vores hovedscenarion, at ingredienserne til en jagt på afkast og deraf afledt aktieoptur er til stede. Vi føler os meget overbeviste om, at pengepolitikken forbliver ekstrem lempelig i lang tid fremadrettet, at de lange statsrenter forbliver lave samt vurderer, at aktier er attraktivt prisfastsat relativt til statsobligationer. Usikkerheden omkring styrken af det globale opsving og den politiske risiko er dog øget.

Risikoen for at vores hovedscenarion ikke udspiller sig er dermed også øget, hvilket medfører, at vi ud fra en samlet vurdering af afkastmuligheder og risici vælger at fastholde alle aktivklasser på neutral vægt.

Svagere globalt opsving ... men stadig et opsving

Efter et kraftigt rekyl i 2010 og 2011 ovenpå den store recession faldt global vækst i 2012, 2013 og 2014 til omkring 3,4 pct. I 2015 faldt den globale vækst yderligere – til 3,1 pct. – og i år er der som følge af meget svag amerikansk vækst i 1. halvår af 2016 stor sandsynlighed for, at global vækst ender på den forkerte side af 3 pct. Det er vores hovedscenarion, at global vækst i 2017 vil blive på godt 3 pct. som følge af lidt højere amerikansk vækst i 2017, end vi forventer at se i 2016. Den seneste tids amerikanske nøgletal har dog skuffet og øget risikoen for, at vi ikke kommer til at se tiltagende amerikansk vækst og dermed heller ikke svagt tiltagende global vækst i 2017. Den seneste tids kinesiske nøgletal indikerer, at den kinesiske vækst er stabiliseret tæt på 7 pct., hvilket er i toppen af det interval på 6,5-7,0 pct., som de kinesiske myndigheder har sat for 2016. Eurozonen har haft ret

stabil vækst gennem de seneste kvartaler og har indtil videre vist sig rimelig immun overfor den øgede usikkerhed ovenpå den britiske EU afstemning. Det er vores forventning, at Eurozonen vil fastholde det aktuelle vækstmomentum igennem 2017.

Figur 1: Global vækst



Kilde: Bloomberg

En af de primære årsager til den svagere globale vækst de senere år er den lavere produktivitetsvækst, der til dels er et resultat af den globale afmatning i virksomhedernes investeringer. Hertil kommer, at mange lande har oplevet modvind fra finanspolitikken, og at væksten i den globale samhandel er faldet. Sidstnævnte er til dels et resultat af direkte eller indirekte protektionistiske tiltag i flere lande. Ifølge WTO har G20 landene således indført 1500 nye handelsrestriktioner siden 2008, mens der kun er blevet fjernet 400 handelsrestriktioner. Hvis Trump bliver amerikansk præsident og gennemfører den bebudede politik risikeres en større global handelskrig, der vil lægge endnu mere pres på den globale samhandel. Konsekvenserne af de britiske vælgeres beslutning om at forlade EU er ligeledes endnu ikke kendt. Storbritannien har således endnu ikke formelt anmodet om at forlade EU i form af aktivering af Lissabon traktatens artikel 50. Dette sker – efter de seneste udmeldinger at dømmes – formentligt først i foråret 2017 og måske endda først i efteråret 2017. Først på dette tidspunkt indledes de forhandlinger, der vil fastlægge Storbritanniens forhold til resten af EU og dermed også give indikationer på de mere langsigtede effekter af det britiske EU exit.

Ekstrem lempelig pengepolitik

Vi forventer, at den globale pengepolitik forbliver ekstrem lempelig i meget lang tid fremover. Den amerikanske centralbank (Fed) er i gang med en meget langsom normalisering af pengepolitikken. Tempoet i denne normalisering vil afhænge af de økonomiske nøgletal, og det synes klart, at Fed ved selv den mindste tvivl om opsvingets styrke vil sætte normaliseringen på pause. I

både Japan og Europa er der udsigt til uændret eller mere lempelig pengepolitik. Den japanske centralbank har netop lempet pengepolitikken igen, og den europæiske centralbank (ECB) forventes at forlænge det aktuelle opkøbsprogram på rentemødet til december.

Man kan med rette stille spørgsmålstegn ved, hvor effektiv den ukonventionelle pengepolitik i form af negative renter og opkøbsprogrammer er med hensyn til at sikre øget vækst og inflation, ligesom der også er øget fokus på de negative effekter af negative centralbankrenter. Der synes dog på de finansielle markeder fortsat at være en tro på, at pengepolitikken kan og vil understøtte det globale opsving, ligesom den forøgede mængde likviditet, som opkøbsprogrammerne tilfører, indtil videre har haft en positiv effekt på både stats-, virksomhedsobligationer og aktier. Tegn på at de finansielle markeder mister tilliden til de pengepolitiske myndigheders evne og vilje til at understøtte opsvinget vil være en alvorlig trussel mod den fortsatte jagt på afkast. Det er desuden vigtigt at huske på, at pengepolitikken vil have langt mindre mulighed for at genstarte global økonomi, hvis denne bliver ramt af en ny økonomisk tilbagegang på nuværende tidspunkt.

Politisk risiko – mange granater i luften

Som nævnt tidligere er forhandlingerne om Storbritanniens fremtidige forhold til EU ikke startet, hvorfor de langsigtede effekter af de britiske vælgeres beslutning om at forlade EU langt fra er kendt endnu. Med en meget travl europæisk politisk kalender den kommende tid, hvor anti-europæiske partier kan få øget vind i sejlene – herunder risikoen for nyvalg i Spanien senere på året, risikoen for et nej til forfatningsændringer i Italien ved folkeafstemningen i november og deraf afledt risiko for regeringskrise samt det franske præsidentvalg i april 2017 – er der fortsat en risiko for, at frygten for nye sprækker i EU samarbejdet vil blusse op som tema på de finansielle markeder.

I USA er der stor spænding om udfaldet af præsidentvalget. Mens Clinton formentligt vil stå for en politik, der ligger meget tæt op af den politik, som Obama har ført, har Trump bebudet store ændringer. Hvorvidt Trump både kan og vil gennemføre disse ændringer, såfremt han bliver valgt som præsident, er usikkert. Moody's har estimeret, at en fuld implementering af de forslag, som Trump har fremlagt, vil medføre en ny længerevarende økonomisk recession – blandt andet som følge af de handelsrestriktioner, som Trump vil pålægge en række lande. Et valg af Trump må således forventes at medføre uro på de finansielle markeder.

Der er dog også muligheder for positive overraskelser på den politiske front. Eventuel udsigt til finanspolitiske lempelser, som der synes at være et større politisk fokus på blandt G20 landene, vil således blive taget meget positivt

op af de finansielle markeder, hvor der er en stigende anerkendelse af, at pengepolitikken har brug for hjælp fra finanspolitikken for at sætte mere gang i global økonomi. I USA vil de af Trump bebudede finanspolitiske stimuli formentligt blive opvejet af de negative effekter af handelsrestriktioner, og i Eurozonen er det vores vurdering, at der fortsat er ret lav sandsynlighed for nye finanspolitiske stimuli. Man kan frygte, at der først opstår politisk appetit på sådanne stimuli, når en ny krise truer.

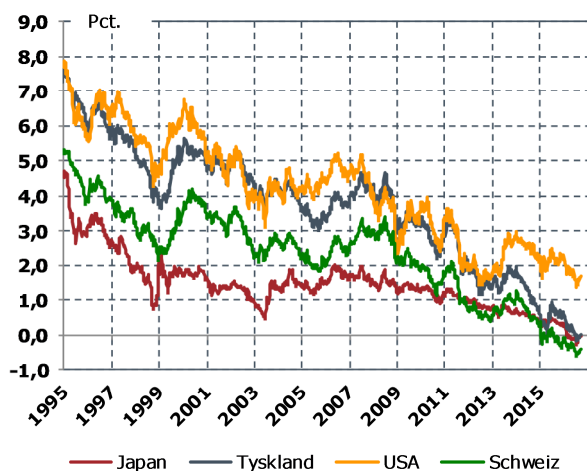
Den politiske usikkerhed vurderes at være højere end normalt men er fortsat at betragte som håndterbar.

Obligationer

Uændrede til svagt stigende lange renter

De økonomiske fundamentaler i form af både aktuel og forventet fremtidig vækst og inflation tilsiger højere lange statsrenter i både USA og Europa, end vi ser pt. Forklaringen på de meget lave statsrenter skal primært findes i den ekstremt lempelige pengepolitik, der ikke alene forankrer den korte ende af rentekurven men også lægger kraftigt nedadgående pres på de lange statsrenter. Det er efter vores vurdering svært at argumentere for, at dette vil ændre sig de kommende 3-6 måneder. Vi forventer således stort set uændrede lange statsrenter over de kommende 3-6 måneder. Det er dog vigtigt at huske på at det absolutte afkastpotentiale i statsobligationer er begrænset, og at risikoen for pludselige og kraftige rentestigninger, som vi så sommeren 2013 og foråret 2015, er stor. Selv mindre begivenheder som små ændringer i retorikken fra centralbankerne eller tegn på svagt stigende inflation kan nemt afstedkomme rentestigninger.

Figur 2: 10 årige statsrenter

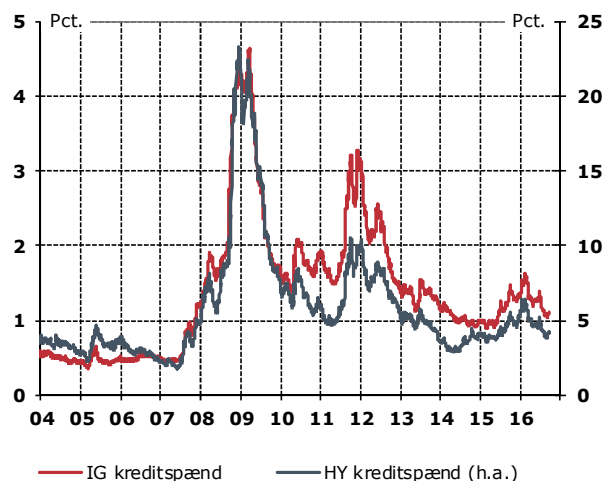


Kilde: Bloomberg

Fair kreditsspænd

Europæiske virksomhedsobligationer har år til dato haft medvind fra både faldende statsrenter og faldende kreditsspænd. ECBs nye opkøbsprogram for investment grade virksomhedsobligationer spiller her en helt central rolle. Kreditsspændene befinder sig lidt under det historiske gennemsnit men stadig over niveauet fra før finanskrisen – se figur 3. Det er vores vurdering, at virksomhedsobligationer er nogenlunde fair prisen relativt til statsobligationer. Det absolutte afkastpotentiale er dog meget begrænset – mange investment grade virksomhedsobligationer handler således til negativ effektiv rente – og det er som altid meget vigtigt at være opmærksom på, at likviditeten i virksomhedsobligationsmarkedet kan være meget dårlig i tider med finansiell uro. Antallet af misligholdelser er stigende men befinder sig fortsat på et lavt niveau. Vi forventer stort set uændrede kreditsspænd over de næste 3-6 måneder.

Figur 3: Europæiske kreditsspænd



Kilde: Datastream og Bank of America

Aktier

EPS forventninger for optimistiske

2016 kommer formentligt til at byde på uændret til svagt faldende EPS (indtjening pr. aktie) i både Europa og USA. Analytikerne er dog noget mere optimistiske med hensyn til EPS væksten i 2017, hvor der forventes EPS vækst på ca. 13 pct. i både USA og Europa. Det er desuden værd at bemærke, at EPS estimerterne pt. opjusteres, hvilket har været et særsyn de senere år. Udsigten til uændret til svagt tiltagende global vækst i 2017 gør, at vi ser stor risiko for, at analytikerne er for optimistiske med hensyn til EPS udsigterne.

Aktier hverken dyre eller billige isoleret set ...

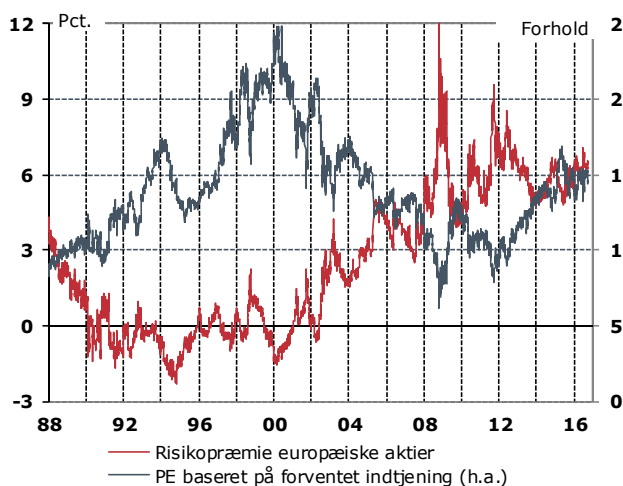
Europæiske og amerikanske aktier er, når der ses på absolutte prisfastsættelses mål i form af PE forhold og kurs

indre værdi, fair til en smule dyrt prisfastsat. Der er dog ingen tegn på en aktieboble.

... men attraktivt prisfastsat relativt set

Ses på prisfastsættelsen af aktier relativt til både virksomhedsobligationer og statsobligationer tegner der sig et noget andet billede end ved den absolutte prisfastsættelse. Aktier er målt ved risikopræmier (det forventede merafkast, som investorer kræver for at købe aktier i stedet for obligationer) og direkte afkast i forhold til renten således attraktivt prisfastsat i forhold til både stats- og virksomhedsobligationer – se figur 4. Det er i denne henseende dog vigtigt at bemærke, at risikopræmierne siden finanskrisen konsistent har befundet sig på et noget højere niveau end før finanskrisen. Der er således meget der tyder på, at aktiemarkedet er tvivlende overfor, hvorvidt det ekstremt lave renteniveau er holdbart på længere sigt, og/eller hvorvidt det globale opsving vil fortsætte. Morgan Stanleys prisfastsættelsesmodeller for europæiske aktier giver pt. hverken købs- eller salgssignaler.

Figur 4: Risikopræmie og PE forhold på europæiske aktier



Kilde: Datastream

Aktier – plads til fortsat aktieoptur

Aktier er i vores hovedscenarie med fortsat (om end svagere end tidligere ventet) global vækst, ekstrem lempelig pengepolitik, håndterbar politisk risiko samt fortsat lave statsrenter den mest attraktive aktivklasse i vores investeringsunivers og forventes i dette scenario at fortsætte de senere års optur. Det lidt mindre positive vækstbillede, sårbarheden overfor eksogene stød og den høje følsomhed overfor pludselige rentestigninger må dog undervejs forventes at medføre midlertidige tilbagefald, som vi har set flere gange de senere år.

Taktisk aktivallokering

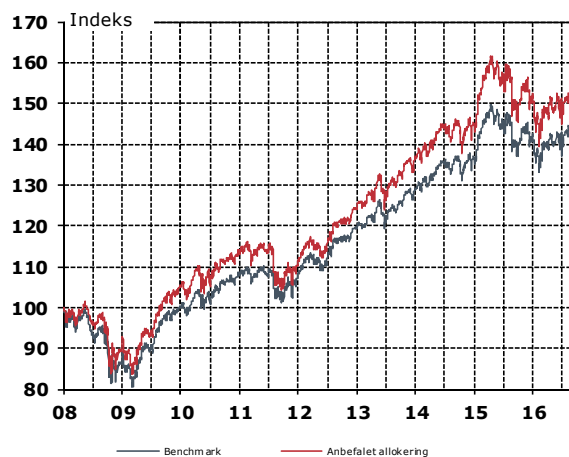
Vores hovedscenarie tilsiger isoleret set en overvægt i aktier og en undervægt i stats- og realkreditobligationer. Sandsynligheden for at dette hovedscenario udspiller sig er dog efter vores vurdering ikke høj nok til, at en samlet vurdering af afkastmuligheder og risici retfærdiggør en sådan allokering. Vi vælger derfor 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, N = neutral vægt og U = undervægt.

Afkast pr. 19-09-2016	Siden 13-06-2016	År til dato
Anbefalet allokering	2,7%	0,0%
Benchmark	2,7%	1,2%
Aktier	5,3%	-3,6%
Obligationer	1,0%	3,7%
Kontant	-0,2%	-0,5%
Stats- og realkreditobligationer	1,0%	4,1%
Virksomhedsobligationer	2,4%	6,0%



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, 21. september 2016, kl. 12:51

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.