

Udsigt til fortsat aktieoptur

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

- Vores hovedscenario er uændret. Vi forventer fortsat moderat men svagt tiltagende global vækst og lav men svagt stigende inflation. Dette forventes at understøtte en fortsat meget gradvis normalisering af pengepolitikken, der dog stadig vil være vækstunderstøttende. Under dette scenario forventes de lange statsrenter at være uændrede til svagt stigende. Dette vil understøtte en fortsat jagt på afkast, der vil komme specielt aktiemarkedene til gode.
- De væsentligste risici mod vores hovedscenario er hurtige og kraftige rentestigninger, en kraftig vækstafmatning og geopolitiske risici.
- Ud fra en samlet vurdering af afkastmuligheder og risici vælger vi at fastholde vores anbefalede aktivallokering i form af en svag overvægt i akter finansieret ved en svag undervægt i virksomhedsobligationer.

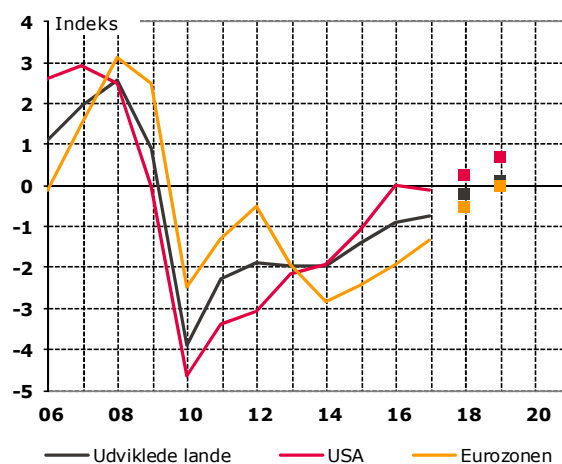
Anbefalet aktivallokering	Før	Nu
Aktier	Svag overvægt	Svag overvægt
Obligationer	Svag undervægt	Svag undervægt
Kontant/pengemarkedsprodukter	Neutral vægt	Neutral vægt
Stats- og realkreditobligationer	Neutral vægt	Neutral vægt
Virksomhedsobligationer	Svag undervægt	Svag undervægt

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

Makroøkonomisk Guldlok scenario ...

Vores makroøkonomiske hovedscenario er uændret i forhold til vores seneste udmelding. Det er vores forventning, at Guldlok scenariet med moderat global vækst og lav men ikke for lav inflation vil fortsætte de næste 3-6 måneder. I USA og Europa har væksten overrasket positivt siden vores sidste udmelding, og det er vores forventning, at de gode takter vil fortsætte ind i 2018. Vi forventer, at de amerikanske politikere vedtager en skattereform, der vil give et løft til væksten i 2018 og 2019. Kinesisk vækst har overrasket positivt gennem 2017 men forventes at gå en smule ned i gear i 2018. Samlet set forventes global vækst at være lidt højere i 2018 end i 2017. Det globale opsving er fortsat meget bredt funderet. I modsætning til vækstbilledet har inflationsudviklingen i både Eurozonen og USA i 2017 været svagere end ventet. De seneste måneders amerikanske inflationsdata understøtter dog vores forventning om, at det er midlertidige faktorer, der er den primære årsag til den meget dæmpede inflationsudvikling i 2017. I Eurozonen forstærker de gode vækstdata og den faldende arbejdsløshedsrate vores tro på, at inflationen vil være svagt stigende fremadrettet. En anden stærkt understøttende faktor for svagt tiltagende inflation fremadrettet er, at det globale output gap (faktisk BNP i forhold til potentiel BNP) formentligt bliver lukket i 2018 – se figur 1.

Figur 1: Output gap (inkl. IMF forecast for 2017 og 2018)



Kilde: Datastream

... og gradvis pengepolitisk normalisering fortsætter

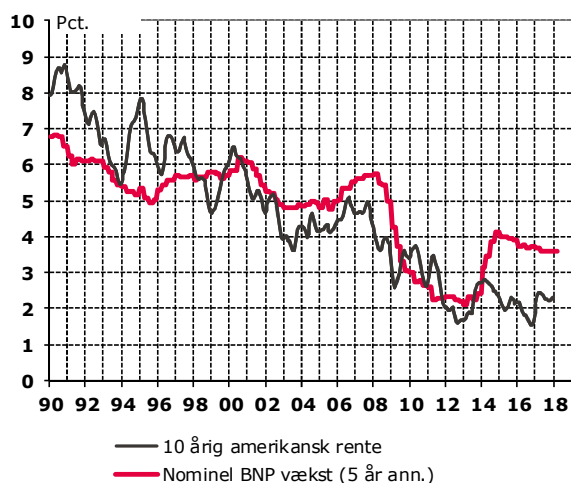
Dette makroøkonomiske scenario vil tillade at både ECB og Fed vil fortsætte den meget gradvise normalisering af pengepolitikken, som de har annonceret. Vi forventer, at Fed hæver renten tre gange i 2018, og at ECB formentligt stopper deres obligationsopkøbsprogram til september. ECB forventes dog tidligst at hæve styringsrenten medio 2019. Pengepolitikken vil med andre ord blive gradvis mindre lempelig gennem 2018 men forventes fortsat at være vækstunderstøttende.

Uændrede til svagt stigende lange renter

De 10 årige renter i både USA og Europa ligger fortsat væsentligt lavere end de makroøkonomiske fundamentaler i form af vækst og inflation tilsiger – se fx figur 2. Forklaringen på dette skal formentligt findes i en kombination af flere forhold – herunder 1) den ekstremt lempelige pengepolitik på globalt plan (i form af opkøbsprogrammer, guidance om lave renter fremover og i Japan direkte målsætning for niveauet for den 10 årige statsrente), 2) forventninger om, at inflationen forbliver lav, og 3) at den strukturelle vækst er lavere end tidligere.

Afkastpotentialet i stats- og realkreditobligationer er begrænset og udfaldsrummet er asymmetrisk. Det er vores forventning, at de kommende 3-6 måneder vil byde på uændrede til svagt stigende lange renter.

Figur 2: 10 årig amerikansk statsrente og nominal BNP



Kilde: Datastream

Jagten på afkast fortsætter

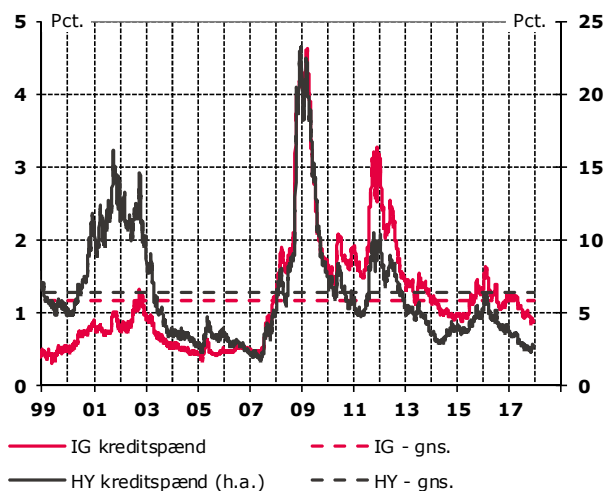
Et fortsat Guldlok makroøkonomisk scenarior, fortsat lempelig og vækstunderstøttende pengepolitik og fortsat lave lange statsrenter forventes at medføre en fortsat jagt på afkast. Denne jagt på afkast forventes at komme specielt aktiemarkederne til gode.

Uændrede til svagt stigende kreditsspænd

Kreditsspændet på europæiske IG virksomhedsobligationer ligger nu en smule under det historiske gennemsnit, mens kreditsspændet for europæiske HY virksomhedsobligationer fortsat ligger et godt stykke under det historiske gennemsnit – se figur 3. På trods af udsigt til en fortsat jagt på afkast og udsigt til færre misligholdelser i europæiske virksomhedsobligationer vurderes det, at potentialet for yderligere fald i kreditsspændene er begrænset.

Som for stats- og realkreditobligationer er afkastpotentialet i virksomhedsobligationer begrænset og udfaldsrummet asymmetrisk. Vi forventer uændrede til svagt stigende kreditsspænd over de næste 3-6 måneder.

Figur 3: Europæiske kreditsspænd

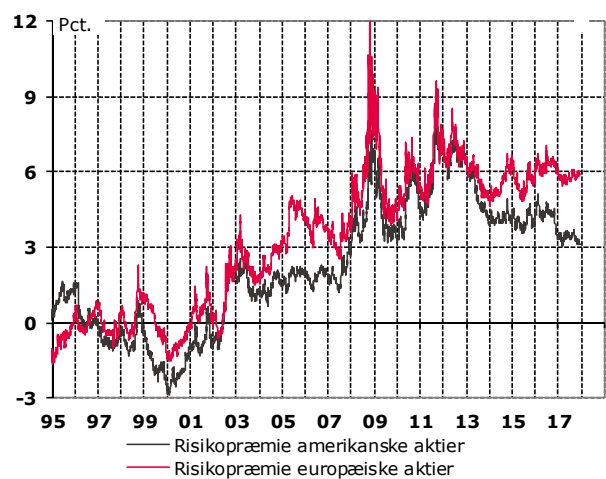


Kilde: Datastream og Bank of America

Aktieopturen fortsætter

Vores makroøkonomiske hovedscenarior understøtter en fortsat pæn indtjeningsvækst. Konsensus blandt analytikerne til indtjeningsvæksten i 2018 for europæiske selskaber er konsistent med den historiske sammenhæng mellem global vækst og indtjeningsvækst. Konsensus blandt analytikerne til indtjeningsvæksten i USA i 2018 er ligeledes konsistent med den historiske sammenhæng mellem global vækst og indtjeningsvækst, men afspejler ikke det væsentlige løft til indtjeningsvæksten i amerikanske selskaber, som en kommende amerikansk skattereform må forventes at medføre.

Figur 4: Risikopræmier



Kilde: Datastream

Prisfastsættelsen af aktier er stort set uændret i forhold til vores seneste udmelding. Aktier og i særdeleshed amerikanske aktier er dyrt prisfastsat, når der ses på absolutte prisfastsættelses mål som fx P/E forhold. Der er dog ikke tale om boblignende tendenser. Relativt til obligationer er både amerikanske og i særdeleshed europæiske aktier

attraktivt prisfastsat – se figur 4 der viser risikopræmier, det vil sige de forventede merafkast som investorer kræver for at købe aktier fremfor obligationer.

Det er vores forventning, at aktieopturen vil fortsætte over de kommende 3-6 måneder.

Risici

Den væsentligste risiko for en fortsat jagt på afkast, der vil komme specielt aktiemarkedene til gode, er hurtige og kraftige rentestigninger. De to væsentligste udløsende faktorer for sådanne rentestigninger er ændrede pengepolitiske signaler og/eller større end ventede stigninger i inflationen. Vi ser lav sandsynlighed for, at disse forhold udspringer sig over de næste 3 måneder men tiltagende sandsynlighed mod midten af 2018.

En væsentlig ingrediens i næsten alle større aktienedture er en økonomisk recession. Vi vurderer, at risikoen for en ny global recession er meget lav over de kommende 3-6 måneder.

Geopolitisk risiko – fx relateret til Nordkorea – er altid en risikofaktor for aktiemarkedene men er samtidig nærmest umulig at forudsige. Geopolitiske begivenheder har (med mindre den underliggende økonomiske udvikling påvirkes) som regel kun en midlertidig effekt på aktiemarkedene. Det er desuden vigtigt at bemærke, at muligheden for en ny tysk regering bestående af CDU/CSU og SPD potentielt set kan medføre øget fokus på yderligere europæisk integration i stil med de ønsker, som den franske præsident Macron ønsker. Dette vil formentligt være understøttende for aktiemarkedene.

Taktisk aktivallokering: Svag overvægt aktier

Ud fra en samlet vurdering af afkastmuligheder og risici er det vores anbefaling at fastholde en svag overvægt af aktier finansieret ved en svag undervægt af virksomhedsobligationer. Den svage undervægt i virksomhedsobligationer skal ses i lyset af en samlet risikovurdering. En svag undervægt i virksomhedsobligationer forventes at afbøde noget af modvinden fra en svag overvægt i aktier i tilfælde af, at vi tager fejl med hensyn til vores hovedscenario. Samtidig forventes danske stats- og realkreditobligationer at fungere som en delvis stødpude i tilfælde af aktiemodvind.

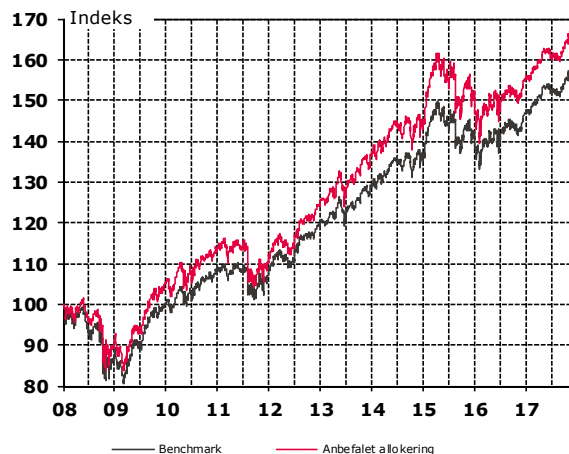
Figur 5: Anbefalet aktivallokering

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

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 og U = undervægt.

Figur 6: Afkast og performance

Afkast pr.	Siden	År til dato
04-12-2017	19-09-2017	
Anbefalet allokering	2,4%	6,6%
Benchmark	2,2%	6,5%
Aktier	4,6%	13,4%
Obligationer	0,6%	1,9%
Kontant	-0,1%	-0,6%
Stats- og realkreditobligationer	0,7%	1,9%
Virksomhedsobligationer	1,1%	4,4%



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 Lisager Bak	96 34 40 81

Redaktion afsluttet, 5. december 2017, kl. 15:27

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.