

Renteudløst aktiekorrektion – bevar roen

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

- Efter en stærk start på 2018 har den seneste uges tid budt på store fald på aktiemarkedene. Vi forventer, at den igangværende nedtur er en såkaldt korrektion og ikke markerer starten på en større og længerevarende aktienedtur.
- Korrektionen er formentligt udløst af stigende lange statsrenter i både Europa og USA som følge af frygt for, at bedre vækstudsigter vil medføre hurtigere og kraftigere end ventede stigninger i inflationen, hvilket vil få centralbankerne til at normalisere pengepolitikken hurtigere end ventet.
- Isoleret set burde rentestigningerne gennem januar ikke give problemer for de globale aktiemarkeder. Når dette alligevel synes at være tilfældet, skyldes det formentligt, at de finansielle markeder frygter, at rentestigningerne fortsætter i samme tempo, som vi har set indtil nu i 2018. Dette vil kunne påvirke væksten og virksomhedernes indtjening negativt samt ændre den relative prisfastsættelse mellem aktier og obligationer og således afspejle den jagt på afkast, der har drevet aktiemarkedene de seneste år. Det er fortsat vores vurdering, at et sådant scenario kun er et risikoscenario. Vores hovedscenarie er, at vi kun kommer til at se svagt stigende lange renter fremover. Kombineret med et robust vækstbillede forventes dette at understøtte en fortsat jagt på afkast, der vil komme specielt aktiemarkedene til gode. Vi fastholder derfor vores anbefaling om en svag overvægt af aktier på bekostning af en svag undervægt af 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

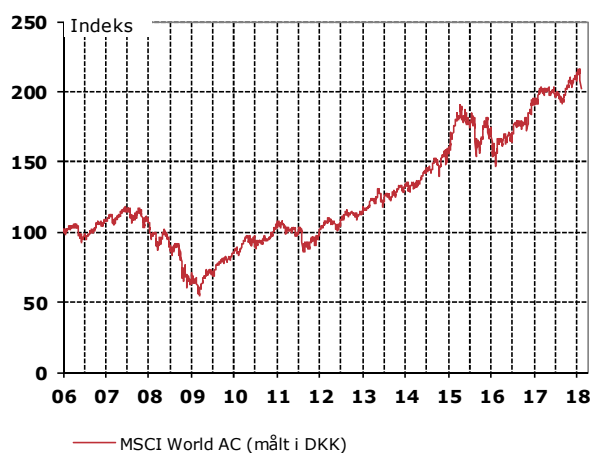
Efter en stærk start på 2018, hvor MSCIs verdensindeks frem til den 9. januar steg knap 4 pct., har den seneste uges tid og specielt gårsdagens handel i USA budt på store fald på aktiemarkedene. MSCIs verdensindeks målt i DKK er således pr. 5. februar faldet godt 6 pct. siden 26. januar – heraf alene knap 3 pct. den 5. februar.

Som investor er det afgørende spørgsmål, hvorvidt denne uro markerer starten på en større aktienedtur eller blot er en såkaldt korrektion, det vil sige en midlertidig og mindre aktienedtur, der normalt forholdsvist hurtigt bliver vendt til en ny aktieoptur?

For at besvare dette spørgsmål er det nødvendigt at se på, hvad der er årsagen til den igangværende uro. Det er i denne henseende vigtigt at bemærke, at den seneste tids aktieuro ikke er udløst af skuffende nøgletal, der sår tvivl om vækstudsigterne eller virksomhedernes indtjeningsudsigter. De makroøkonomiske nøgletal peger tværtimod på stærkere end ventet og meget robust fremgang i global økonomi, og indtjeningsforventningerne til specielt amerikanske selskaber er blevet opjusteret. Ak-

tieuroen er heller ikke udløst af en eller flere enkeltstående politiske begivenheder.

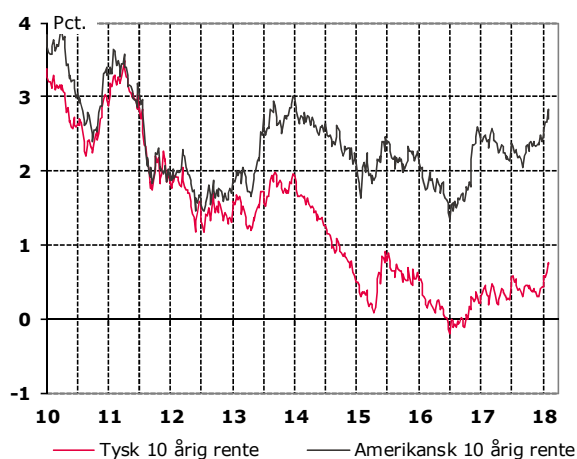
Figur 1: MSCIs verdensindeks



Kilde: Bloomberg

Uroen synes derimod primært relateret til udviklingen på obligationsmarkederne og er formentligt forstærket af, at vi har oplevet en længere periode med stigende aktiemarkeder uden større tilbagefald, hvilket har gjort en række investorer mere og mere komfortable ved udsigterne for aktiemarkederne. Dette har, som vi har set mange gange før, gjort aktiemarkederne sårbare overfor negative overraskelser, som rentestigningerne i 2018 har været. Siden slutningen af 2017 og frem til den 2. februar er de 10 årige amerikanske og tyske statsrenter således steget med henholdsvis 43bp og 30bp. Under de voldsomme fald den 5. februar faldt de lange statsrenter dog pænt tilbage igen. En yderligere forstærkende faktor er computerstyrede handelsstrategier, der tilsyneladende har spillet en stor rolle i gårsdagens store fald på specielt det amerikanske aktiemarked.

Figur 2: 10 årig amerikansk og tysk rente



Kilde: Bloomberg

Årsagen til rentestigningerne skal formentligt primært findes i en stigende frygt for, at det bedre vækstbillede vil medføre hurtigere og kraftigere end ventede stigninger i inflationen. Dette vil i givet fald kunne medføre en hurtigere end ventet normalisering af den fortsat meget lempelige pengepolitik på globalt plan. En anden mulig forklaring på rentestigningerne er et tiltagende fokus på udsigten til øget udbud af amerikanske statsobligationer som følge af den ufinansierede skattereform, der blev vedtaget i december.

Isoleret set burde rentestigningerne gennem januar ikke give problemer for de globale aktiemarkeder. Når dette alligevel tilsyneladende er tilfældet, skyldes det formentligt, at de finansielle markeder frygter, at rentestigningerne fortsætter i samme tempo, som vi har set indtil nu i 2018. Dette vil kunne påvirke væksten og virksomhedernes indtjening negativt samt ændre den relative prisfastsættelse mellem aktier og obligationer og således afspore den jagt på afkast, der har drevet aktiemarkederne de seneste år.

Det er fortsat vores vurdering, at et sådant scenario kun er et risikoscenario. Vores hovedscenario er, at vi kun kommer til at se svagt stigende lange renter fremover. Kombineret med et robust vækstbillede forventes dette at understøtte en fortsat jagt på afkast, der vil komme specielt aktiemarkederne til gode. Globale aktier er fair til dyrt prisfast men befinder sig langt fra bobniveauet. Den relative prisfastsættelse af aktier relativt til obligationer viser efter den seneste tids rentestigninger endvidere fortsat attraktiv prisfastsættelse af aktier relativt til obligationer. Aktier er med andre ord stadig den mest interessante aktivklasse. Medmindre at man som investor forventer fortsatte hurtige og kraftige rentestigninger, hvilket vi som nævnt ikke gør, er det derfor vores anbefaling, at man fastholder en svag overvægt af aktier på bekostning af en svag undervægt af virksomhedsobligationer – jf. vores seneste udmelding "Udsigt til fortsat aktieoptur" fra den 5. december. Det er således vores opfattelse, at den aktuelle uro på de globale aktiemarkeder repræsenterer en midlertidig korrektion i et opadgående aktiemarked fremfor begyndelsen på en større aktienedtur.

Udviklingen på obligationsmarkedet skal selvfølgelig følges nøje, idet fortsat hurtige og kraftige rentestigninger kan afspore den forventede aktieoptur – både som følge af en negativ væksteffekt og som følge af ændret prisfastsættelse af aktier relativt til obligationer.

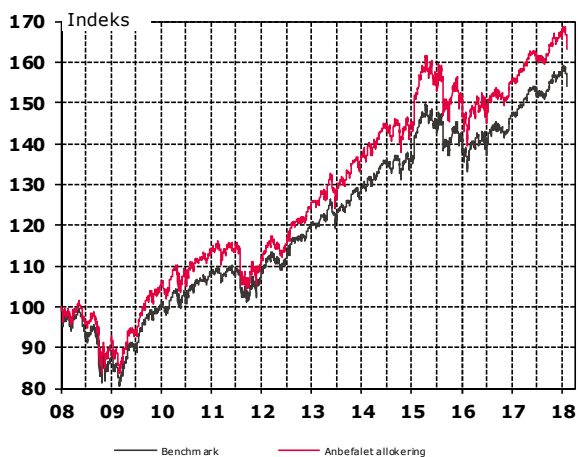
Figur 3: Anbefalet aktivallokering

	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 4: Afkast og performance

Afkast pr. 05-02-2018	Siden	
	04-12-2017	År til dato
Anbefalet allokering	-1,6%	-1,7%
Benchmark	-1,6%	-1,6%
Aktier	-2,1%	-2,7%
Obligationer	-1,2%	-0,8%
Kontant	-0,1%	-0,1%
Stats- og realkreditobligationer	-1,6%	-1,2%
Virksomhedsobligationer	-0,5%	-0,2%



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, 6. februar 2018, kl. 11:22

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.