

Overdreven frygt for tariffer og renter – aktieopturen fortsætter

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

- Det er fortsat vores vurdering, at uroen, der opstod på de globale aktiemarkeder i slutningen af januar, er en såkaldt korrektion, det vil sige mindre og kortsigtet aktienedtur, og ikke markerer en større aktienedtur - et såkaldt bear marked. Frygten for stigende lange statsrenter og en handelskrig, der begge har spillet væsentlige roller i forbindelse med uroen på de globale aktiemarkeder er ikke ubegrundet men er efter vores vurdering overdreven.
- Det er fortsat vores forventning, at robust og bredt funderet global vækst kombineret med kun svagt stigende inflation vil medføre fortsat pengepolitisk medvind i både USA og i særdeleshed Europa. Dette vil understøtte fortsatte lave omend svagt stigende lange statsrenter og en fortsat jagt på afkast, der vil komme specielt aktiemarkederne til gode.
- Vi forventer stort set uændrede kreditspænd og stigende globale aktiemarkeder over de næste 3-6 måneder.
- Efter meget små udsving på de globale aktiemarkeder gennem 2017 forventes lidt højere og mere normale udsving fremover.

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

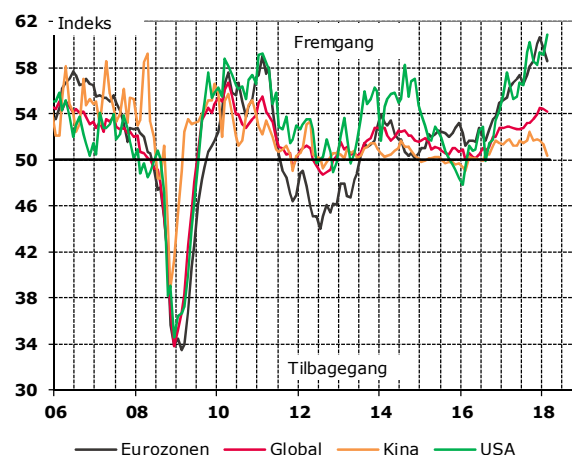
Bredt funderet global fremgang

Vores overordnede syn på vækstudsigterne har ikke ændret sig siden vores udmelding den 5. december "Udsigt til fortsat aktieoptur". Global vækst forventes at tiltage i 2018 drevet af specielt højere amerikansk vækst. Vi vil dog over de kommende 3-6 måneder formentligt se, at vækstmomentum (stigningerne i væksten) vil begynde at bøje af, hvorefter væksten forventes at stabilisere sig på et stadig højt niveau. Den seneste tids fald i de europæiske aktivitetsbarometre (PMI indeks) understøtter denne forventning - se figur 1.

Svagt tiltagende inflation

Europæisk og amerikansk inflation forventes at stige svagt igennem 2018. Mens den underliggende inflation (kerneinflationen) i Eurozonen forventes at forblive pænt under 2 pct. forventes kerneinflationen i USA at stige til omkring 2 pct. i løbet af 2018. Tekniske forhold betyder, at vi formentligt kommer til at se størstedelen af denne stigning i marts måneds inflationsrapport. I takt med at arbejdsløshedsraten i både USA og Europa falder og det globale output gap (faktisk produktion i forhold til potentiel produktion) lukkes i løbet af 2018, øges risikoen for hurtigere og kraftigere stigninger i inflationen også.

Figur 1: Aktivitetsbarometre - industri



Kilde: Bloomberg, Datastream og Markit

Aftagende medvind til væksten fra pengepolitikken

Robust vækst men kun svagt stigende inflation forventes at medføre at pengepolitikken på global plan fortsat vil understøtte - omend i aftagende grad - global vækst.

Den amerikanske centralbank (Fed) forventes at hæve styringsrenten gradvist gennem 2018 og 2019. Amerikansk pengepolitik forventes dog fortsat at fungere som

en medvind for væksten. Den europæiske centralbank (ECB) forventes at stoppe deres opkøbsprogram for obligationer i løbet af 4. kvartal 2018 men forventes ikke at hæve styringsrenten før tidligst medio 2019. Europæisk pengepolitik forventes således at være vækstunderstøttende i lang tid fremover.

Global handelskrig - en risikofaktor

En global handelskrig udgør en risikofaktor for både vækst- og inflationsudsigterne, idet en storstilet global handelskrig vil medføre lavere vækst og medføre højere inflation.

Risikoen for en global handelskrig er øget efter den senere tids amerikanske handelspolitiske tiltag i form af tariffen på stål og aluminium samt Trumps tilsyneladende generelt øgede fokus på handelsområdet. Det synes meget sandsynligt, at USA indenfor den nærmeste fremtid vil annoncere nye tiltag rettet mod Kina, som USA beskylder for at bryde globale handelsregler samt krænke amerikanske patenter.

Det er meget svært at kvantificere risikoen for en global handelskrig, idet denne risiko afhænger ikke blot af amerikanske tiltag men også af hvilke modsvar andre lande kommer med – herunder især hvilke modsvar Kina kommer med. Meget tyder endvidere på, at Trump bruger truslen om tariffen rent forhandlingstaktisk for at opnå (set med amerikanske øjne) bedre handelsaftaler.

Det er vores forventning, at vi undgår en større handelskrig. I sidste ende har både USA og Kina (samt andre lande) meget at tabe ved en storstilet handelskrig, hvilket bør tale for, at alle parter har en stor interesse i ikke at eskalere konflikten. Kinesisk vækst vil blive direkte ramt som følge af mindre eksport, mens den amerikanske forbruger (herunder Trumps vælgere) hurtigt vil mærke effekterne af en handelskrig i form af stigende priser på en lang række forbrugsvarer, der importeres fra Kina. Sådanne prisstigninger vil udhule nogle af effekterne af Trumps store prestigeprojekt – nemlig skattereformen fra december. Trump vil desuden formentligt også være meget følsom overfor større udsving på aktiemarkedet, som han angiveligt bruger som et mål for sin egen succes. Netop aktiemarkedet må forventes at reagere kraftigt, hvis USA og Kina ender i en storstilet handelskrig.

Svagt stigende lange renter

De toneangivende 10 årige statsrenter i USA og i særdeleshed Tyskland er fortsat lavere, end hvad vækst- og inflationsudsigterne normalt vil tilsige. I fraværet af væsentlige stigninger i inflationen eller uventede pengepolitiske signaler forventer vi fortsat kun svagt stigende lange statsrenter. Risikoen for større rentestigninger er dog stigende.

Fortsat jagt på afkast

Fortsat robust global vækst, svagt stigende inflation, fortsat meget lempelig pengepolitik og udsigt til svagt stigende lange renter forventes at medføre en fortsat jagt på afkast, der vil komme risikofyldte aktiver og specielt aktiemarkedene til gode

Stort set uændrede kreditspænd

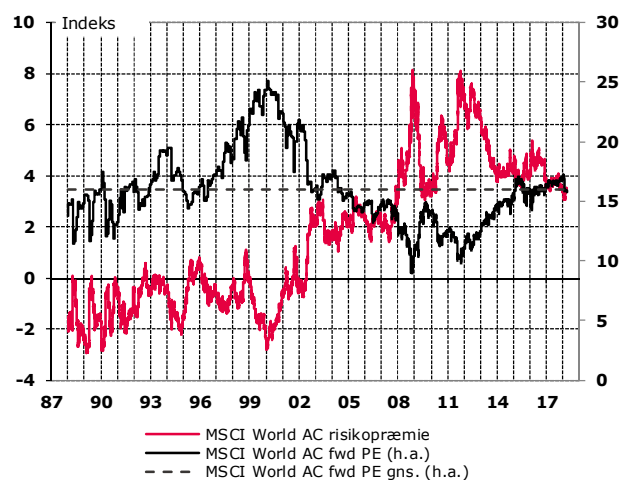
Udsigten til kun svagt stigende lange statsrenter og fortsat robust og bredt funderet global vækst forventes at understøtte virksomhedsobligationerne fremadrettet. Kreditspændene befinder sig dog på relativt lave niveauer i et historisk perspektiv, og vi ser begrænset potentiale for yderligere indsnævring i de europæiske kreditspænd. Vi forventer stort set uændrede kreditspænd over de kommende 3-6 måneder. Det er vores vurdering, at forholdet mellem afkastmuligheder og risiko i investment grade virksomhedsobligationer er mere attraktivt end for high yield virksomhedsobligationer.

Aktieopturen fortsætter

Målt på absolutte prisfastsættelses mål som bl.a. PE forhold (kurs i forhold til indtjening pr. aktie) er globale aktier nogenlunde fair prisfastsat – se figur 2. Set i forhold til obligationer er aktier dog attraktivt prisfastsat. Risikopræmien på globale aktier – det vil sige det forventede merafkast som investorer kræver for at investere i aktier i stedet for obligationer – er således fortsat høj.

Vækstudsigerne forventes at understøtte en robust indtjeningsfremgang – specielt i USA hvor mange selskaber vil nyde stor gavn af den vedtagne skattereform. Kombineret med fortsat lave – omend svagt stigende – lange statsrenter forventes dette at understøtte en fortsat aktieoptur.

Figur 2: MSCI's verdensindeks PE og risikopræmie



Kilde: Bloomberg, Datastream og Markit

Stigende lange renter er en væsentlig risikofaktor

Kraftigt stigende renter er fortsat den væsentligste risikofaktor for vores hovedscenarier. Kraftigt stigende lange renter vil ikke alene være en modvind for global vækst men vil også ændre den relative prisfastsættelse af aktier kontra obligationer. Kraftigt stigende renter kan dermed ændre på to af de væsentligste ingredienser til den jagt på afkast, som vi har set gennem de seneste år.

Det er dog meget svært at kvantificere, hvor meget de lange statsrenter skal stige, før de afsporer aktieopturen. Hastigheden og ikke mindst årsagen til, hvorfor de lange renter stiger, har således stor betydning for aktiemarkedet. Den øgede usikkerhed, som hurtigt stigende renter formentligt vil medføre, vil være negativt for aktiemarkedene. Omvendt vil rentestigninger som følge af bedre vækstudsigter formentligt være positivt for aktiemarkedene.

Svag overvægt aktier

Som nævnt ovenfor forventer vi, at fortsat robust global vækst, svagt stigende inflation, fortsat meget lempelig pengepolitik og udsigt til svagt stigende lange renter vil medføre en fortsat jagt på afkast, der vil komme specielt aktiemarkedene til gode. Vi fastholder vores svage overvægt i aktier og vores svage undervægt i virksomhedsobligationer. Sidstnævnte skal ikke ses som et udtryk for, at virksomhedsobligationer i absolutte termer forventes at klare sig dårligt under vores hovedscenarier, men derimod ses ud fra en samlet porteføljetilbageblik og risikovurdering. En svag undervægt i virksomhedsobligationer forventes således at afbøde noget af modvinden fra en svag overvægt i aktier i tilfælde af, at vi tager fejl med hensyn til vores hovedscenarier.

Den stigende volatilitet på både aktie- og obligationsmarkeder, som vi har set igennem specielt januar og februar markerer formentligt afslutningen på den ekstraordinære lave volatilitet, som vi har set gennem 2017. Vi skal således fremover sandsynligvis vænne os til en – set i et historisk perspektiv – mere normal volatilitet.

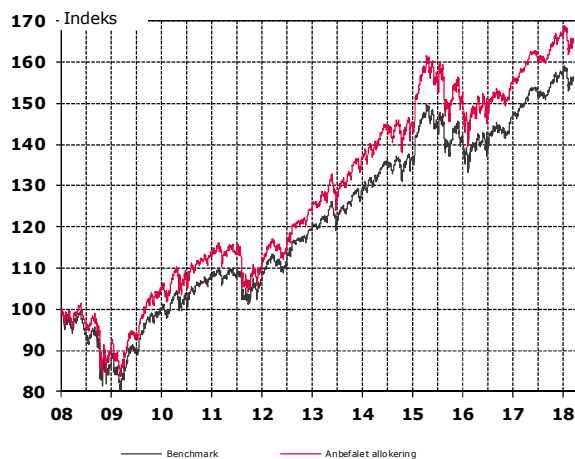
Figur 3: Anbefalet aktivallokering

	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. 19-03-2018	Siden 05-02-2018	År til dato
Anbefalet allokering	0,8%	-0,9%
Benchmark	0,8%	-0,9%
Aktier	1,3%	-1,5%
Obligationer	0,4%	-0,4%
Kontant	-0,1%	-0,1%
Stats- og realkreditobligationer	0,7%	-0,5%
Virksomhedsobligationer	-0,1%	-0,3%



Benchmark: 40% globale aktier, 40% danske stats-realkreditobligationer, 10% kontant og 10% europæiske virksomhedsobligationer

Kilde: Bloomberg og Datastream

Redaktion afsluttet, 20. marts 2018, kl. 12:21

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.