

## Tiltagende global vækst

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

- Det er vores forventning, at det globale opsving vil tiltage i styrke i 2017, at inflationen gradvist vil stige, og at den meget lempelige pengepolitik fortsætter på global plan.
- På trods af politisk usikkerhed relateret til primært det franske præsidentvalg men også fortsat manglende detaljer om timing, størrelse og sammensætning af Trumps lovede skattelettelser og infrastrukturinvesteringer, er den politiske risiko fortsat håndterbar.
- Vi forventer, at de lange statsrenter vil være svagt stigende over de næste 3-6 måneder. Risikoen for kraftige rentestigninger er tiltagende.
- Jagten på afkast forventes at fortsætte, hvilket forventes at gavne specielt aktier, der er den aktivklasse, der er relativt mest interessant. Absolut set er aktier dog ikke billige, men der er omvendt heller ingen tegn på en aktieboble.
- Vi vælger på trods af, at vores hovedscenarier isoleret set tilsiger en overvægt af aktier og undervægt af obligationer, fortsat at holde alle aktivklasser på neutral vægt. Dette skyldes en kombination af flere forhold – herunder den absolutte prisfastsættelse af aktier, salgssignal fra en af vores foretrukne aktiemodeller og en mistanke om, at aktiemarkedet allerede har taget forskud på glæderne ved udsigten til tiltagende global vækst og således er sårbart overfor skuffende nøgletal eller politiske begivenheder – fx at Trump får sværere end ventet ved at indfri sine valglofter om markante skattelettelser og infrastrukturinvesteringer.

| Anbefalet aktivallokering        | Før                 | Nu                  |
|----------------------------------|---------------------|---------------------|
| <b>Aktier</b>                    | <b>Neutral vægt</b> | <b>Neutral vægt</b> |
| <b>Obligationer</b>              | <b>Neutral vægt</b> | <b>Neutral vægt</b> |
| Kontant/pengeomærkede produkter  | Neutral vægt        | Neutral vægt        |
| Stats- og realkreditobligationer | Neutral vægt        | Neutral vægt        |
| Virksomhedsobligationer          | Neutral vægt        | Neutral vægt        |

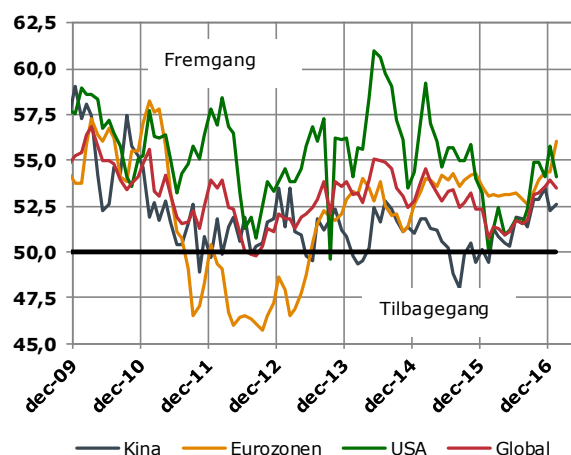
Anbefalingen skal ses i forhold til investors neutrale strategi og for en 3-6 måneders horisont

### Global vækst på vej op i gear

Det er fortsat vores forventning, at det globale opsving vil tiltage i styrke i 2017 i tråd med IMF's (Den Internationale Valutafond) vækstskøn. Efter vækst på henholdsvis 3,2 og 3,1 pct. i 2015 og 2016 forventer IMF en global vækst på 3,4 pct. i 2017 drevet af tiltagende vækst i både de udviklende og de udviklede lande. I de udviklende lande forventes Rusland og Brasilien at vende den økonomiske tilbagegang i 2016 til økonomisk fremgang i 2017, mens den kinesiske vækst forventes at aftage marginalt fra 6,7 pct. til de 6,5 pct., som de kinesiske myndigheder har som målsætning for 2017. I de udviklede lande forventes væksten i Eurozonen at være stort set uændret i forhold til 2016, mens den amerikanske vækst forventes at vende tilbage til vækstsporet på godt 2 pct. efter et ret svagt 2016. Som figur 1 viser, understøtter de globale PMI indeks (aktivitetsbarometre) forventningen om tiltagende vækst i 2017. Det sammensatte globale PMI indeks (kombination af PMI indeks for industri og servicesektor) ligger således nu væsentligt højere end i 2016 og lidt højere end i 2015.

For første gang i mange år, er der endvidere gode muligheder for, at den globale vækst kan overraske positivt i forhold til IMF's globale vækstskøn.

Figur 1: Aktivitetsbarometre



Kilde: Thomson Reuters Datastream

Dette skyldes ikke mindst muligheden for, at det amerikanske opsving vil tiltage endnu mere i styrke som følge

af de skattelettelser og infrastrukturinvesteringer, som Trump har stillet i udsigt, samt muligheden for, at det europæiske opsving vil tiltage i styrke som følge af, at den ekstremt lempelige europæiske pengepolitik i stigende grad slår igennem i økonomien eventuelt kombineret med finanspolitiske lempelser. Risikoen for en hård landing i Kina synes ligeledes reduceret.

### Svagt stigende inflation

Inflationen har de seneste måneder været kraftigt stigende, hvilket dog primært skyldes udviklingen i energipriserne. Ses på kerneinflation (inflation eksklusiv udviklingen i energi og fødevarer), der bedre afspejler den underliggende inflationsudvikling, er der kun tegn på svagt stigende inflation. I Europa sker dette fra et meget lavt niveau, mens kerneinflationen i USA nærmer sig centralbankens mål om 2 pct. Det er vores forventning, at denne udvikling fortsætter i takt med, at arbejdsløshedsraten gradvist falder i både USA og Europa.

### Pengepolitikken forbliver lempelig

Den fortsat meget lave kerneinflation i Europa forventes at medføre, at ECB (Den Europæiske Centralbank) holder den pengepolitiske speeder i form af opkøbsprogram for obligationer og styringsrenter i bund gennem 2017. I USA forventes Fed (den amerikanske centralbank) at fortsætte den gradvise normalisering af pengepolitikken i form af yderligere 2 renteforhøjelser i 2017. Amerikansk pengepolitik forventes dog på trods af den gradvise normalisering af pengepolitikken at forblive stimulerende for den økonomiske aktivitet de kommende år.

### Politisk risiko er håndterbar men ikke ubetydelig

Der er for de finansielle markeder fortsat en ikke ubetydelig politisk risiko i både USA og Europa. I USA er det fortsat yderst sparsomt, hvad der er kommet af konkrete forslag om størrelse, timing og sammensætning af de skattelettelser og infrastrukturinvesteringer, som Trump har lovet. Samtidig har forhandlingerne om tilbagerulningen af Obamas sundhedsreform vist, at det republikanske flertal i Kongressen ikke er nogen garanti for en gnidningsfri og hurtig indfrielse af Trumps valgløfter. På den positive front er den meget hårde handelspolitiske retorik dog blevet blødt en smule op, men risikoen for protektionistiske tiltag lurer stadig.

I Frankrig peger meningsmålingerne stadig på, at Marie Le Pen, der ønsker en fransk EU afstemning, ikke bliver ny fransk præsident. Skulle dette dog alligevel ske, må det forventes, at der vil opstå stor uro på de finansielle markeder som følge af frygten for en ny systemisk krise i både Eurozonen og hele EU. Et fransk EU exit vil således være langt værre end det britiske EU exit. Med hensyn til sidstnævnte forventes det, at den britiske premierminister i slutningen af marts formelt anmoder om, at Storbritannien ønsker at forlade EU, hvorefter forhandlingerne

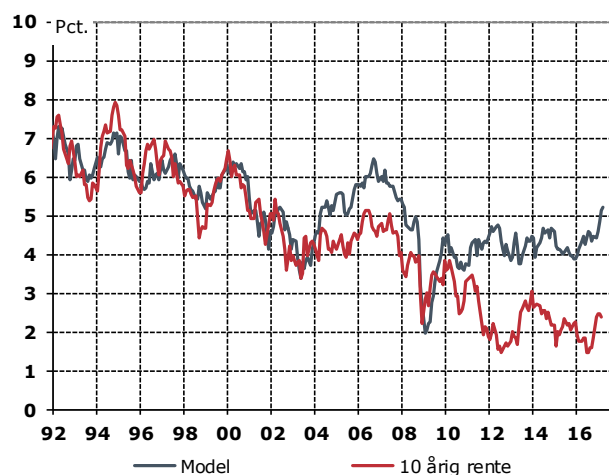
omkring den britiske EU exit formelt starter. Indtil videre ser det ud til, at EU sætter hårdt mod hårdt overfor Storbritannien, hvilket har været positivt for de finansielle markeder, idet dette mindsker frygten for, at andre EU lande vil følge Storbritanniens eksempel. Udover britiske EU forhandlinger og fransk præsidentvalg er der i Europa på den politiske front fokus på forhandlingerne om udbetaling af næste rate af den seneste græske hjælpepakke samt fokus på det anspændte forhold mellem Tyrkiet og EU, der kan få debatten om flygtningekrisen til at blusse op igen.

Det er samlet set vores vurdering, at den politiske risiko er håndterbar.

### Lave, men svagt stigende lange renter

De lange statsrenter i både USA men særdeleshed Tyskland befinder sig fortsat langt under de niveauer, som vækst- og inflationsudsigterne normalt vil tilsige – se figur 2. Forklaringen på dette er i høj grad den meget lempelige pengepolitik. Det er vores forventning, at vi over de kommende 3-6 måneder vil se svagt stigende lange renter. Risikoen for kraftige rentestigninger er dog tiltagende. Sådanne rentestigninger vil kunne blive udløst af tegn på stærkere end ventet vækst eller inflation samt af ændret retorik fra enten ECB eller Fed.

Figur 2: Amerikansk 10 årig rente



Kilde: Datastream

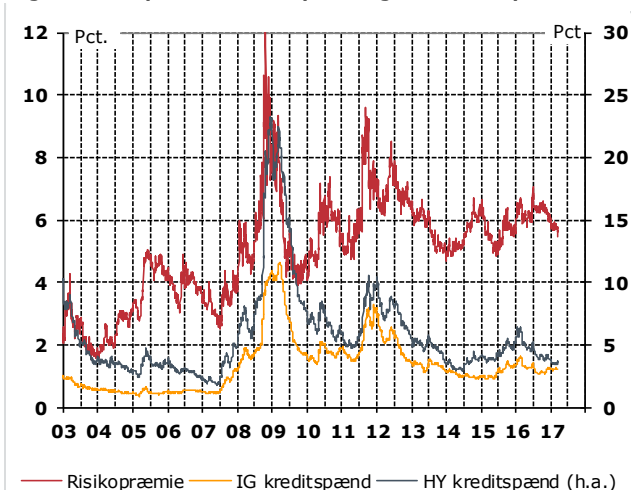
### Fortsat jagt på afkast ...

Et økonomisk miljø med tiltagende global vækst, svagt stigende inflation, fortsat lempelig pengepolitik og lave statsrenter vil normalt være gunstigt for risikofyldte aktiver i form af aktier og virksomhedsobligationer, idet investorer i et sådant miljø vil være tilbøjelige til søge mod mere risikofyldte aktiver for at få et tilfredsstillende afkast.

### ... kommer specielt aktier til gavn

Det er vores forventning, at jagten på afkast vil fortsætte de kommende 3-6 måneder, og at dette vil komme specielt aktier til gode. Dette skyldes, at aktier er mere attraktivt prisfastsat relativt til statsobligationer, end virksomhedsobligationer er. Dette illustreres ved figur 3, der viser kreditspænd (merrente på virksomhedsobligationer relativt til statsobligationer) og aktierisikopræmier (det krævede merafkast, som investorer kræver for at købe aktier fremfor statsobligationer).

Figur 3: Europæiske kreditspænd og aktierisikopræmie



Kilde: Datastream og Merrill Lynch

For en fortsat aktieoptur taler endvidere, at der i 2017 er udsigt til stigende indtjeningsvækst i både Europa og USA. I specielt Europa vil en sådan indtjeningsfremgang være kærkommen efter flere års mere eller mindre indtjenings-tørke. Det er i denne henseende meget opmuntrende, at vi pt. ser op revideringer af analytikernes indtjeningsforventninger til europæiske selskaber.

### Aktier er dog ikke et røverkøb

Ses på prisfastsættelsen af aktier isoleret set fremfor relativt til statsobligationer fås dog et noget andet billede. Målt på PE forhold (kurs i forhold til indtjening) ses et billede af aktier som værende neutralt til dyrt prisfastsat. Der er dog fortsat ingen tegn på en aktieboble.

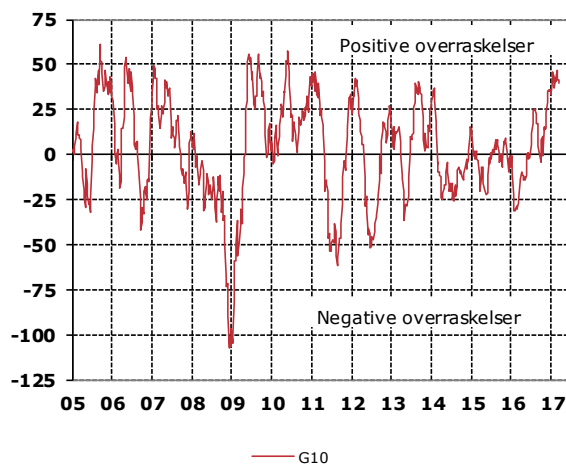
### Taktisk aktivallokering

På trods af, at udsigten til tiltagende global vækst, fortsat håndterbar politisk risiko, udsigten til fortsat lave lange statsrenter og den attraktive prisfastsættelse af aktier relativt til statsobligationer isoleret set tilsiger, at man bør overvægte aktier og undervægte statsobligationer, vælger vi at fastholde alle aktivklasser på neutralvægt. Dette skyldes en kombination af flere forhold – herunder at aktier absolut set er fair til dyrt prisfastsat, samt at en af vores foretrukne aktiemodeller i form af Morgan Stanleys taktiske aktiemodel, der er baseret på en lang række

nøgletal, renter og inflation og som historisk har været ret pålidelig, pt. giver et salgssignal på europæiske aktier. Hertil kommer, at der er en ikke ubetydelig risiko for, at aktiemarkedet har taget forskud på glæderne ved udsigten til stigende global vækst og således er sårbart overfor negative overraskelser. Det er i denne henseende værd at bemærke, at:

- De seneste måneders aktieoptur har været understøttet af positive overraskelser på nøgletalsfronten. Som figur 4 viser, nærmer såkaldte "overraskelsesindeks" sig nu niveauerne, hvor disse indeks typisk topper. De positive overraskelser på nøgletalsfronten har desuden (specielt i USA) indtil videre primært været drevet af de mere "bløde" nøgletal i form af forbruger- og erhvervstillid og mangler fortsat at blive afspejlet i de mere "hårde" nøgletal i form af investeringer og specielt forbrug. Det er vores vurdering, at de "bløde" nøgletal i USA pt. overvurderer styrken af det amerikanske opsving.
- Der er allerede indpriset en del vækstbedring i aktiemarkederne. Konsensus blandt analytikerne er således 14 pct. EPS (indtjening pr. aktie) fremgang i Europa og 12 pct. EPS fremgang i USA i 2017, hvilket vi anser for at være en kende optimistisk.
- Europæiske og amerikanske aktier er steget kraftigt på kort tid og har i lang tid ikke oplevet en korrektion, som vi ellers normalt har set 1-2 gange om året siden finanskrisen.
- Den politiske risiko er – om end håndterbar – fortsat ikke ubetydelig. Specielt det franske præsidentvalg udgør en væsentlig risiko. Det er dog vores vurdering, at der er en ret begrænset risiko for, at Le Pen bliver ny fransk præsident. I USA er der en ikke ubetydelig risiko for, at Trump får sværere end ventet ved at indfri sine løfter om markante skattelettelser og infrastrukturinvesteringer, hvilket kan skuffe aktiemarkederne.

Figur 4: Indeks for nøgletaloverraskelser



Kilde: Bloomberg

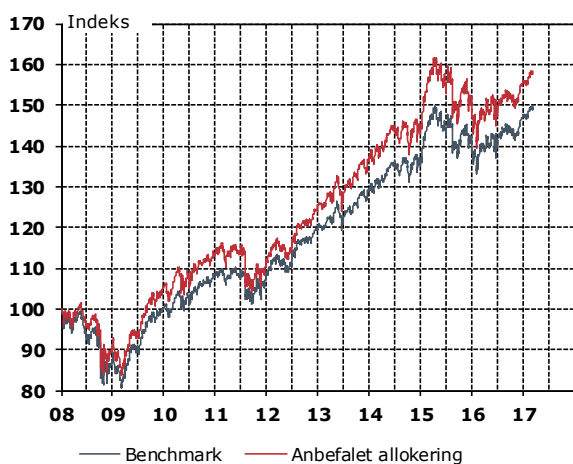
**Figur 5: Anbefalet aktivallokering**

|                                  | Før      | Nu       |
|----------------------------------|----------|----------|
| <b>Aktier</b>                    | <b>N</b> | <b>N</b> |
| <b>Obligationer</b>              | <b>N</b> | <b>N</b> |
| 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 6: Afkast og performance**

| Afkast pr.<br>20-03-2017         | Siden<br>12-12-2016 | År til dato |
|----------------------------------|---------------------|-------------|
| Anbefalet allokering             | 3,3%                | 1,9%        |
| Benchmark                        | 3,3%                | 1,9%        |
| Aktier                           | 7,2%                | 5,0%        |
| Obligationer                     | 0,6%                | -0,2%       |
| Kontant                          | -0,2%               | -0,1%       |
| Stats- og realkreditobligationer | 0,7%                | -0,3%       |
| Virksomhedsobligationer          | 1,3%                | 0,5%        |



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, 22. marts 2017, kl. 14:43**

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.