

Lave renter og moderat vækst understøtter aktiemarkedene

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

- Vores makroøkonomiske hovedscenarier er uændret. Vi forventer moderat global vækst, lav men svagt stigende inflation, fortsat ekstrem lempelig pengepolitik og håndterbar politisk risiko.
- Under dette makroøkonomiske hovedscenarier, er det vores forventning, at de lange statsrenter vil være svagt stigende men dog forblive på lave niveauer, der ligger under det, som de makroøkonomiske fundamentaler tilsiger. Risikoen for større rentestigninger er tiltagende.
- Vores makroøkonomiske hovedscenarier kombineret med fortsat lave lange statsrenter forventes at medføre en stadig jagt på afkast, der forventes at komme specielt aktiemarkedet til gode. Aktier er relativt til obligationer fortsat attraktivt prisfastsat men er absolut set dyre. Der er dog ikke nogen tegn på en aktieboble. Virksomhedsobligationer er fair til dyrt prisfastsat relativt til statsobligationer.
- Vi vælger på trods af dette hovedscenarier dog fortsat at fastholde både aktier og obligationer på neutral vægt. Dette skyldes, at vores vurdering af sandsynligheden for og potentialet under vores hovedscenarier ikke vurderes at være tilstrækkeligt stort til at retfærdiggøre en overvægt af aktier og undervægt af obligationer, når der også tages højde for risikobilledet.

Anbefalet aktivallokering	Før	Nu
Aktier	Neutral vægt	Neutral vægt
Obligationer	Neutral vægt	Neutral vægt
Kontant/pengemarkedsprodukter	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

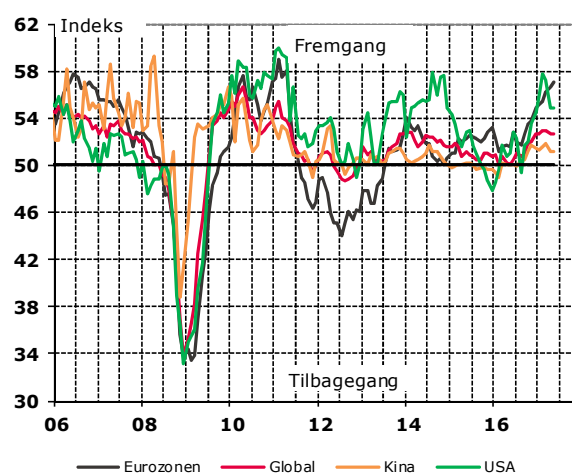
Globalt opsving fortsætter

Det er fortsat vores vurdering, at global vækst vil tiltage i 2017 relativt til et noget skuffende 2016. De seneste tre måneder har i denne henseende budt på positive væksttal og vækstindikatorer ud af Eurozonen, hvor muligheden for højere end pt. forventet vækst er stor. Omvendt har det vækstmæssige comeback i USA ovenpå et meget svagt første kvartal, været knap så kraftigt som ventet. Det er dog fortsat vores forventning, at USA i 2017 vil vende tilbage til vækstsporet omkring 2 pct., som har kendetegnet årene efter finanskrisen. Finanspolitiske stimuli i form af skattelettelser og infrastrukturinvesteringer forventes tidligst sidst på året og vil formentligt være mindre end det, som Trump har lagt op til. Kinesisk vækst forventes efter et stærkt første kvartal at gå en smule ned i gear konsistent med myndighedernes mål om en vækst på omkring 6,5 pct. i 2017.

Det er vores forventning, at vi har set toppen i de ledende indikatorer og aktivitetsbarometre på globalt plan – se figur 1 – og det er desuden værd at bemærke, at de ame-

rikanske nøgletal pt. skuffer i forhold til konsensus efter en periode med positive overraskelser.

Figur 1: Aktivitetsbarometre - industri



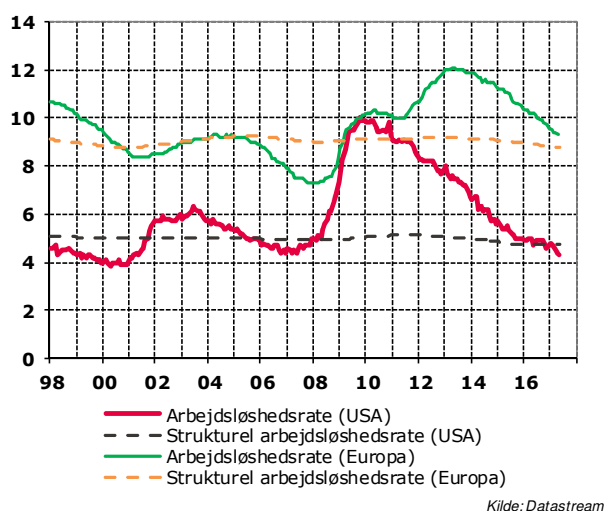
Kilde: Bloomberg, Datastream og Markit

Svagt stigende inflation

Kerneinflationen, det vil sige inflation eksklusiv de meget volatile energi- og fødevarerpriser, er de seneste måneder

faldet i USA og ligger fortsat meget lavt i Europa. Det er vores forventning, at vi vil se svagt stigende inflation fremadrettet som følge af fortsat moderat global vækst og faldende arbejdsløshedsrate. Det er i denne henseende vigtigt at huske på, at arbejdsløshedsraten i USA allerede befinder sig under det niveau, der vurderes at svare til fuld beskæftigelse, og at arbejdsløshedsraten i Eurozonen nærmer sig dette niveau – se figur 2.

Figur 2: Arbejdsløshedsrate



Omvendt ligger de markedsafledte langsigtede inflationsforventninger i både USA og Eurozonen fortsat lavt i et historisk perspektiv.

Ekstrem lempelig pengepolitik

I USA signalerer Fed et langt kraftigere normaliseringsforløb af pengepolitikken, end markedet forventer. Fed signalerer således yderligere én renteforhøjelse i 2017 og tre renteforhøjelser i 2018, mens markedet kun indpriser én til to renteforhøjelser frem til udgangen af 2018. Hertil kommer, at Fed på rentemødet til september forventes at annoncere en gradvis nedbringelse af balancen. Amerikansk pengepolitik forventes dog på trods af det signalerede normaliseringsforløb fortsat at stimulere økonomien. I Eurozonen er der næppe udsigt til renteforhøjelser det næste år. ECB forventes dog på rentemødet til september at annoncere, at centralbanken i starten af 2018 vil begynde at neddrose det igangværende opkøbsprogram for stats-, realkredit- og virksomhedsobligationer. Den fortsat meget lempelige pengepolitik i både USA men i særdeleshed Eurozonen skyldes primært den lave inflation og udsigten til kun svagt stigende inflation. Tegn på hurtigere og større stigninger i inflationen vil utvivlsomt få specielt Fed men også ECB til at ændre retorik. Risikoen for sådanne hurtigere og større stigninger i inflationen vurderes at være lav.

Håndterbar politisk risiko

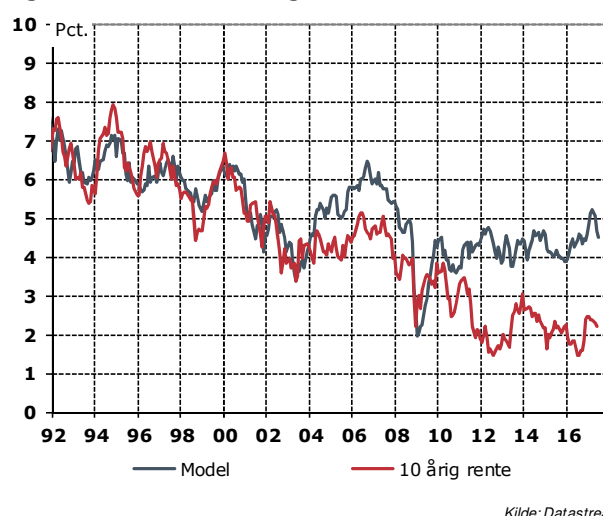
Den politiske risiko er aftaget i Eurozonen over de seneste måneder som følge af udfaldet af valgene i Holland og Frankrig. I USA er usikkerheden om størrelse, timing og sammensætning af finanspolitiske stimuli snarere øget end mindsket. Den politiske risiko vurderes fortsat at være håndterbar.

Obligationer

Udsigt til svagt stigende lange renter

Vores syn på renteudsigterne er uændret. De lange statrenter vurderes fortsat at være alt for lave i forhold til de langsigtede vækst- og inflationsudsigter – se fx figur 3.

Figur 3: Amerikansk 10 årig rente



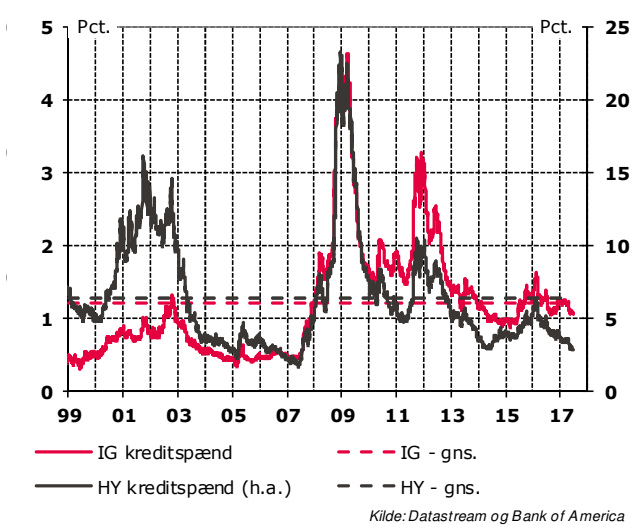
En del af forklaringen på de meget lave lange renter skal findes i den ekstremt lempelige pengepolitik i både USA men særdeleshed Eurozonen. Som nævnt ovenfor er Fed dog godt i gang med et normaliseringsforløb, der meget vel kan blive hurtigere, end markedet forventer. I Eurozonen har ECB fortsat foden solidt plantet på den pengepolitiske speeder. ECB forventes dog i starten af 2018, som nævnt ovenfor, at lette foden en smule fra speederen i form af en begyndende neddrosling af det igangværende obligationsopkøbsprogram. En anden del af forklaringen på de lave lange renter skal formentlig findes i, at de finansielle markeder efter mange år med lav inflation tvivler på, at inflationen indenfor en overskuelig fremtid for alvor bliver et problem. Det er dog, som nævnt ovenfor, værd at bemærke, at arbejdsmarkedet i USA og til dels Europa er på eller nærmer sig niveauer, der teoretisk set burde danne grobund for tiltagende inflation.

Risikoen for kraftige rentestigninger, som vi har set flere gange de senere år, er tiltagende. Vi forventer dog "kun" svagt stigende lange renter i vores hovedscenarier. Udfaldsrummet er asymmetrisk.

Udsigt til uændrede kreditsspænd

2017 har budt på faldende kreditsspænd i både europæiske IG og HY virksomhedsobligationer. Kreditsspændene på IG virksomhedsobligationer ligger nu lidt under det historiske gennemsnit og vurderes at være fair til dyrt prisfastsat. Kreditsspændene på europæiske HY virksomhedsobligationer befinder sig pænt under det historiske gennemsnit og vurderes at være dyrt prisfastsat. Vores makroøkonomiske hovedscenarier forventes at medføre stort set uændrede kreditsspænd over de næste 3-6 måneder. Det er dog vigtigt at huske på, at det absolutte afkastpotentiale i virksomhedsobligationer er forholdsvist lavt som følge af det lave renteniveau, og at udfaldsrummet er asymmetrisk.

Figur 4: Europæiske kreditsspænd



Aktier

Udsigt til indtjeningsvækst

Vores makroøkonomiske hovedscenarier forventes at medføre øget indtjening i både europæiske og amerikanske selskaber. En stor del af denne fremgang er dog formentligt allerede indpriset, idet konsensus blandt analytikerne er 19 og 9 pct. EPS vækst i europæiske selskaber i henholdsvis 2017 og 2018 og 10 og 12 pct. EPS vækst i amerikanske selskaber i henholdsvis 2017 og 2018. Aktiemarkedene har således formentligt taget en del forskud på glæderne ved udsigten til den stigende indtjening.

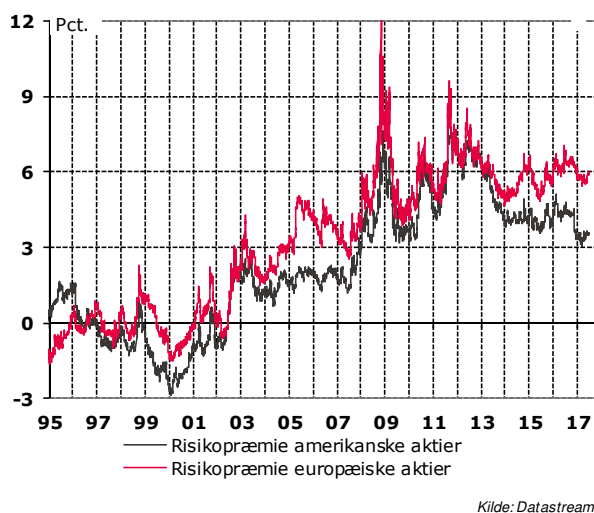
Aktier er dyre isoleret set ...

Både europæiske men i særdeleshed amerikanske aktier er dyrt prisfastsat, når der ses på absolut prisfastsættelsesmål som fx PE forhold. Der er dog fortsat ingen tegn på en aktieboble, som vi så i forbindelse med IT boblen.

... men attraktive relativt set

Set i lyset af det meget lave renteniveau kan der argumenteres for, at den absolutte prisfastsættelse af aktier skal være højere end normalt. Relativt til obligationer er aktier – og specielt europæiske aktier – fortsat attraktivt prisfastsat. Dette ses i form af høje risikopræmier, det vil sige det forventede merafkast på aktier i forhold til lange statsobligationer, som investorer kræver for at købe aktier fremfor obligationer – se figur 5.

Figur 5: Risikopræmier



Udsigt til svagt stigende aktiemarkeder

Under vores makroøkonomiske hovedscenarier i form af moderat global vækst, lav men svagt stigende inflation, fortsat ekstrem lempelig pengepolitik og håndterbar politisk risiko, er det vores forventning, at de lange statsrenter vil være svagt stigende men dog forblive på lave niveauer. Dette forventes at medføre en stadig jagt på afkast, der forventes at komme specielt aktiemarkedet til gode. Vi forventer svagt stigende aktiemarkeder over de næste 3-6 måneder.

Taktisk aktivallokering

Som nævnte ovenfor forventer vi svagt stigende lange renter og svagt stigende aktiemarkeder i vores hovedscenarier. På trods af dette vælger vi dog fortsat at fastholde både aktier og obligationer på neutral vægt, det vil sige anbefaler, at man som investor har den aktie- og obligationsandel i sin portefølje, som ens risikoprofil tilsiger, er optimal på lang sigt. Dette skyldes, at vores vurdering af sandsynligheden for og potentialet under vores hovedscenarier ikke vurderes at være tilstrækkeligt stort til at retfærdiggøre en overvægt af aktier og undervægt af obligationer, når der også tages højde for risikobilledet. Vi hæfter i denne henseende specielt ved følgende forhold:

- De globale PMI indeks ser ud til at have toppet og de makroøkonomiske nøgletal i USA skuffer pt. negativt i forhold til konsensus.
- Aktiemarkedet har allerede taget en del forskud på glæderne ved udsigt til tiltagende global vækst i 2017.
- Aktier er absolut set dyre. Relativt til obligationer er aktier dog fortsat attraktivt prisfastsat. Følsomheden overfor større stigninger i de lange statsrenter, der er alt for lave set i forhold til de makroøkonomiske fundamentaler, er dog stor. Vores hovedscenarier er svagt stigende renter, men risikoen for større rentestigninger er tiltagende.
- Markedet indpriser et langt langsommere normaliseringsforløb, end Fed signalerer. Dette efterlader risiko for enten politikfejl fra Feds side eller en betydelig reprisering i markedet.
- Det penge- og finanspolitiske råderum er begrænset i både USA og Europa i tilfælde af en ny økonomisk nedtur.
- Det meget lave renteniveau medfører, at obligationer ikke udgør den stødpude i tilfælde af en aktienedtur, som obligationer normalt har gjort.

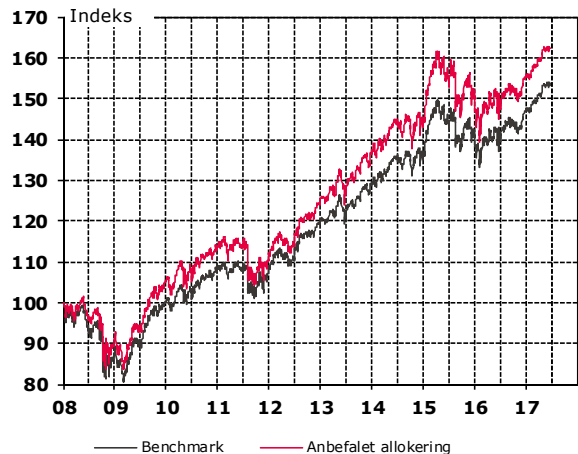
Figur 6: Anbefalet aktivallokering

	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.

Figur 7: Afkast og performance

Afkast pr. 23-06-2017	Siden 20-03-2017	År til dato
Anbefalet allokering	2,4%	4,3%
Benchmark	2,4%	4,3%
Aktier	4,4%	9,5%
Obligationer	1,1%	0,9%
Kontant	-0,2%	-0,3%
Stats- og realkreditobligationer	1,2%	0,9%
Virksomhedsobligationer	2,0%	2,4%



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 Isager Bak	96 34 40 81

Redaktion afsluttet, 27. juni 2017, kl. 12:47

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.