

Udsigt til fortsat aktieoptur – svag overvægt på aktier

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

- Det er vores forventning, at de kommende 3-6 måneder vil byde på en fortsat kombination af moderat global vækst, fortsat meget lempelig pengepolitik samt uændrede til svagt stigende (men fortsat lave) lange statsrenter.
- Dette scenario forventes at understøtte en fortsat jagt på afkast, der forventes at komme specielt aktiemarkederne, der er attraktivt prisfastsat relativt til stats-, realkredit og virksomhedsobligationer, til gode.
- Vi forventer stigende aktiemarkeder og stort set uændrede kreditspænd over de kommende 3-6 måneder.
- På baggrund af dette hovedscenario vælger vi at anbefale en svag overvægt af aktier og en svag undervægt af virksomhedsobligationer. Sidstnævnte skal ses ud fra en samlet porteføljetragtning og risikovurdering.
- Største trussel mod vores allokering er kraftigt stigende lange statsrenter – fx som følge af den planlagte normalisering af amerikansk pengepolitik. Vi anser dog denne risiko som værende forholdsvis lav. Geopolitisk uro – fx relateret til Nordkorea – udgør en anden risiko, der dog er umulig at kvantificere.

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

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

Konjunktur- og overordnet markedsvurdering

Bredt funderet global økonomisk fremgang

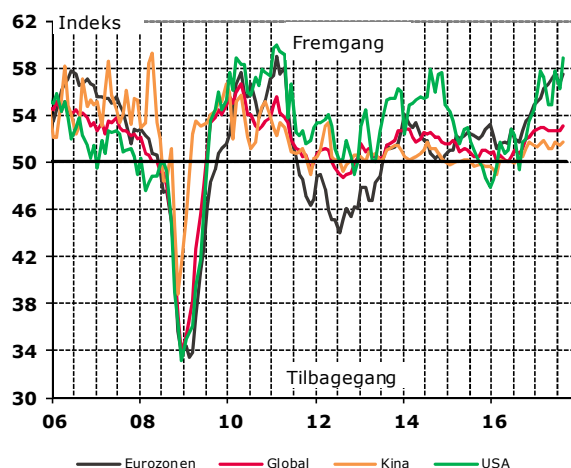
Global vækst har i 2017 overrasket positivt, hvilket blandt andet afspejles i fortsatte stigninger i PMI indeksene (aktivitetsbarometre) for fremstillingssektoren i USA og Europa samt til dels Kina (se figur 1), der nu ligger på meget høje niveauer. De positive vækstoverraskelser er meget tydelige i Eurozonen, hvor vi over de sidste 3 måneder har hævet vores vækstsøn for 2017, men også i Kina, hvor Bloombergs vækstindikator med udgangen af august indikerer en år-år vækst på 6,9 pct., hvilket er pænt over de kinesiske myndigheders mål om en vækst på omkring 6,5 pct. Det er desuden vigtigt at bemærke, at den globale vækst er meget bredt funderet. 2017 er således efter nuværende vækstsøn godt på vej til at blive første år siden 2007, hvor alle 45 lande, der dækkes analytisk af OECD, oplever fremgang samtidigt. Det er vores forventning, at global vækst vil tiltage en smule i 2018 – specielt drevet af øget fremgang i USA, hvor der er tegn på, at investeringerne så småt er på vej op i gear.

Amerikansk finanspolitik – en joker

Det er vores vurdering, at forventningerne til amerikanske skattelettelser og/eller infrastrukturinvesteringer blandt økonomer og markedsdeltagere er meget lave. Vi ser således gode muligheder for, at amerikansk finanspolitik

kan overraske positivt i 2018. Hertil kommer, at mindre (eller blot fraværet af yderligere) regulering i USA er understøttende for beskæftigelse og investeringer fremadrettet.

Figur 1: Aktivitetsbarometre - industri



Kilde: Bloomberg, Datastream og Markit

Tysk parlamentsvalg: Starten på et stærkere EU?

Efter Macrons sejr ved det franske præsident og parlamentsvalg er blikket på den politiske front i Europa nu rettet mod det tyske parlamentsvalg den 24. september. Dette valg kan meget vel munde ud i en tysk regering,

der vil samarbejde med Macron om et stærkere økonomisk samarbejde i Eurozonen, hvilket kan understøtte de mere langsigtede vækstudsigter i Eurozonen og EU.

Svagt stigende inflation

På trods af meget lav arbejdsløshed i USA og faldende arbejdsløshed i Eurozonen ligger den underliggende inflation i både USA og Eurozonen fortsat et godt stykke under 2 pct. Vi forventer svagt stigende (men fortsat lav) inflation i både Eurozonen og USA over de næste 3-6 måneder.

Fortsat lempelig global pengepolitik

Den amerikanske centralbank (Fed) har annonceret, at centralbanken fra oktober påbegynder en meget gradvis nedbringelse af den 4.200 mia. USD store beholdning af stats- og realkreditobligationer, der er bygget op gennem en række opkøbsprogrammer i kølvandet på finanskrisen. Denne nedbringelse af balancen har dog været signaleret af Fed gennem et godt stykke tid og forventes derfor at være indpriset i markedet. Markedet indpriser til gengæld fortsat væsentligt færre rentestigninger over de næste år, end Fed signalerer. Sidstnævnte og usikkerheden om effekterne af en nedbringelse af balancen udgør en usikkerhedsfaktor for de finansielle markeder. En anden usikkerhedsfaktor for amerikansk pengepolitik er, at vi i 2018 formentligt kommer til at se en række nye personer i Feds rentekomité – herunder en mulig udskiftning af centralbankchef Janet Yellen.

I Europa valgte Den Europæiske Centralbank (ECB) på rentemødet i september noget overraskende ikke at annoncere en neddrøling af det igangværende opkøbsprogram for stats-, realkredit- og virksomhedsobligationer startende i 2018. En sådan annoncering forventes nu på rentemødet til oktober. De lidt ændrede signaler fra ECB bevirker, at neddrølingen af ECBs opkøbsprogram formentligt bliver lidt længere, end vi hidtil har forventet, og at vi meget vel skal helt ind i 2019, før vi kommer til at se renteforhøjelser fra ECBs side. Europæisk pengepolitik har med andre ord udsigt til at forblive meget lempelig i lang tid endnu.

Det er vores vurdering, at global pengepolitik fortsat vil være vækstunderstøttende – om end i lidt mindre omfang end tidligere – over de næste 3-6 måneder.

Obligationer

Udsigt til svagt stigende lange renter

Vores overordnede syn på stats- og realkreditobligationer er uændret. De lange statsrenter vurderes fortsat at være alt for lave i forhold til de langsigtede vækst- og inflationsudsigter – både i USA men i særdeleshed i Tyskland, som er det toneangivende marked for danske stats- og realkreditobligationer.

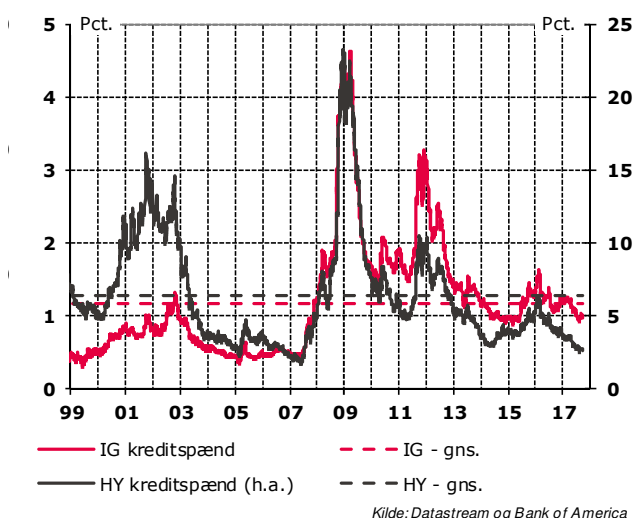
Den ekstremt lempelige pengepolitik på global plan og en manglende tro på, at inflation for alvor kan stige, spiller utvivlsomt en stor rolle i dekoleringen mellem lange statsrenter og økonomiske fundamentaler (vækst og inflation). Som nævnt ovenfor forventer vi kun svagt stigende inflation, ligesom de faktiske og forventede pengepolitiske ændringer fra Fed og ECB er klart signaleret fra centralbankerne på forhånd. Der er desuden ingen tvivl om, at både Fed men i særdeleshed ECB vil gå meget forsigtig til værks med hensyn til pengepolitiske ændringer for at undgå uro på de finansielle markeder. Det er således vores forventning, at de kommende 3-6 måneder ikke vil byde på en kraftig reprising af de lange statsrenter. Vi forventer fortsat uændrede til svagt stigende lange statsrenter. Det er dog vigtigt at være opmærksom på, at afkastpotentialet i stats- og realkreditobligationer er begrænset, og at udfaldsrummet er asymmetrisk. Det er således vigtigt at være meget bevidst om risikoen for kraftigt stigende lange statsrenter, hvilket formentligt vil have negative implikationer for alle aktivklasser.

Udsigt til uændrede kreditspænd

De effektive renter på både europæiske investment grade (IG) og high yield (HY) virksomhedsobligationer er ligesom statsrenterne meget lave. For high yield virksomhedsobligationer ser vi endda den laveste effektive rente nogensinde. Absolut set er både IG og HY virksomhedsobligationer dyrt prisfastsat.

Relativt til statsobligationer er virksomhedsobligationer fair til dyrt prisfastsat. Kreditspændet på IG virksomhedsobligationer er lidt under det historiske gennemsnit, mens kreditspændet på HY virksomhedsobligationer er langt under det historiske gennemsnit – se figur 2.

Figur 2: Europæiske kreditspænd



Andelen af misligholdte HY virksomhedsobligationer er dog faldende på globalt plan og forventes af Moodys at falde yderligere det næste år. Dette vil sammen med en

fortsat jagt på afkast som følge af lave lange statsrenter og fortsat moderat global vækst være understøttende for virksomhedsobligationer. Vi forventer stort set uændrede kreditspænd over de næste 3-6 måneder. Det er dog, ligesom det er tilfældet med stats- og realkreditobligationer, vigtigt at være opmærksomme på det begrænsede afkastpotentiale og asymmetriske udfaldsrum.

Aktier

Udsigt til fortsat pæn indtjeningsvækst

Væksten i indtjeningen pr. aktie (EPS) målt år-år er for både amerikanske og europæiske virksomheder tiltaget gennem 2017. Det er vores forventning, at den moderate globale vækst, som vi forventer i 2017 og 2018 vil medføre fortsat pæn EPS vækst i både europæiske og amerikanske selskaber i resten af 2017 og 2018.

På trods af bedring af vækstudsigterne har analytikerne over de sidste 3 måneder nedjusteret deres forventninger til EPS væksten for europæiske aktier en smule for både 2017 og 2018. For amerikanske selskaber er analytikernes EPS forventninger øget en smule for 2017 og sænket for 2018.

Aktier er dyre isoleret set ...

Specielt amerikanske men også til dels europæiske aktier er på en række prisfastsættelsesmål dyrt prisfastsat. Prisfastsættelsen er dog ikke alarmerende og er fortsat langt fra niveauet ved IT boblens kollaps.

Den dyre prisfastsættelse skal dog ses i sammenhæng med tidligere nævnte dyre prisfastsættelse af både stats- og realkreditobligationer samt virksomhedsobligationer.

... men attraktive relativt set

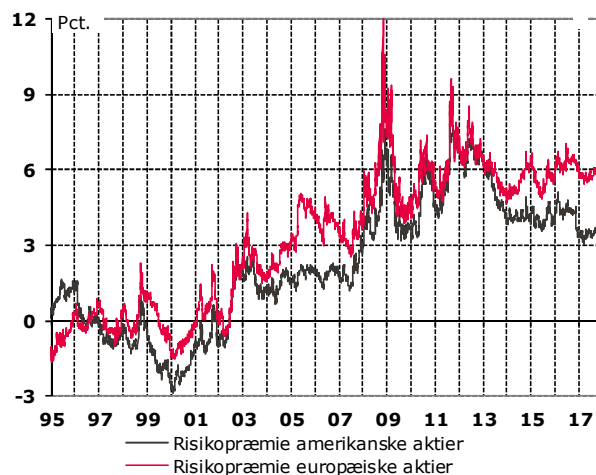
Relativt til obligationer er aktier – og specielt europæiske aktier – fortsat attraktivt prisfastsat. Dette ses i form af høje risikopræmier, det vil sige det forventede merafkast på aktier i forhold til lange statsobligationer, som investorer kræver for at købe aktier fremfor obligationer – se figur 3 – samt høje direkte afkast i forhold til de lange statsrenter.

Grund til bekymring over lang aktieoptur?

Den igangværende aktieoptur har ligesom den globale økonomiske fremgang siden finanskrisen været meget lang. Det er desuden lang tid siden, at vi specielt i amerikanske aktier har set såkaldte korrektioner (midlertidige aktiekursfald på mere end 5 pct.), hvilket ellers er normalt under aktieopture. Kombineret med dyr absolut prisfastsættelse er det nærliggende at frygte, at en ny aktienedtur er nært forestående. Vi tror ikke, at dette er tilfældet. Bull markeder (længerevarende aktieopture) dør ikke af alderdom eller af dyr prisfastsættelse isoleret set.

Bear markeder (længerevarende aktienedture) udløses typisk af faldende indtjening som følge af en global økonomisk nedtur. Som nævnt ovenfor er vores hovedscenarier fortsat moderat (og endda svagt tiltagende) global vækst i 2018. Selvom en korrektion aldrig kan udelukkes, er det vigtigt at bemærke, at en typisk ingrediens til korrektioner er eufori hos investorer, der således nemt kan blive skuffet. Målt på en række stemningsindikatorer er vi fortsat langt fra at se euforiske investorer.

Figur 3: Risikopræmier



Kilde: Datastream

Udsigt til svagt stigende aktiemarkeder

Fortsat moderat (og svagt tiltagende) global vækst kombineret med fortsat lave lange statsrenter og attraktivt prisfastsættelse af aktier relativt til obligationer forventes at medføre en fortsat jagt på afkast, der vil komme specielt aktiemarkedene til gode – herunder formentligt i særlig grad europæiske aktier. Vi forventer således en fortsat aktieoptur over de næste 3-6 måneder.

Taktisk aktivallokering

Vores makroøkonomiske hovedscenarier er som nævnt ovenfor fortsat moderat men svagt tiltagende global vækst, svagt stigende inflation og fortsat meget lempelig pengepolitik. Det er desuden værd at bemærke de tidligere nævnte gode muligheder for øget vækst- og aktiemedvind fra amerikansk finanspolitik og øget europæisk økonomisk integration. Vi forventer i vores hovedscenarier uændrede til svagt stigende (men fortsat lave) lange statsrenter, stort set uændrede kreditspænd og stigende aktiemarkeder.

Ud fra en samlet vurdering af afkastmuligheder og risici vælger vi at anbefale en svag overvægt af aktier, som er den aktivklasse, der forventes at klare sig bedst i vores hovedscenarier. Vi vælger desuden at anbefale en svag

undervægt på virksomhedsobligationer. Dette skal ikke ses som et udtryk for, at virksomhedsobligationer i absolutte termer forventes at klare sig dårligt under vores hovedscenario, men derimod ses ud fra en fra samlet porteføljetragtning 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 hovedscenario. Samtidig forventes danske stats- og realkreditobligationer at fungere som en delvis stødpude i tilfælde af aktiemodvind.

Største trussel mod vores allokering er kraftigt stigende lange statsrenter – fx som følge af den planlagte normalisering af amerikansk pengepolitik. Vi anser dog som nævnt tidligere denne risiko som værende forholdsvis lav. Geopolitisk uro – fx relateret til Nordkorea – udgør en anden risiko, der dog er umulig at kvantificere. Denne risiko relaterer sig til både risikoen for en væbnet konflikt men også til muligheden for amerikanske sanktioner mod Kina, der kan hæmme den globale samhandel og vækst.

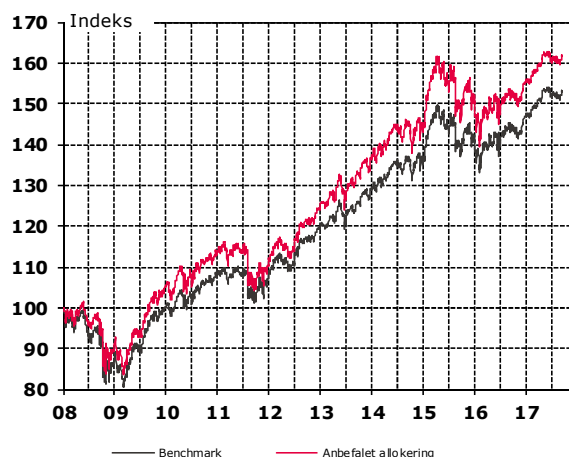
Figur 4: Anbefalet aktivallokering

	Før	Nu
Aktier	N	S-O
Obligationer	N	S-U
Kontant/pengemarkedsprodukter	N	N
Stats- og realkreditobligationer	N	N
Virksomhedsobligationer	N	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 5: Afkast og performance

Afkast pr.	Siden	År til dato
19-09-2017	23-06-2017	
Anbefalet allokering	-0,2%	4,1%
Benchmark	-0,2%	4,1%
Aktier	-1,0%	8,4%
Obligationer	0,3%	1,3%
Kontant	-0,2%	-0,5%
Stats- og realkreditobligationer	0,3%	1,2%
Virksomhedsobligationer	0,8%	3,3%



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, 21. september 2017, kl. 13:22

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.