

## Uændret hovedscenario men øget risiko: Neutral vægt aktier

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

- Vores makroøkonomiske hovedscenario er uændret. Vi forventer et moderat globalt opsving, svagt stigende inflation og en gradvis normalisering af pengepolitikken.
- Vi forventer, at vi under dette hovedscenario kommer til at se svagt stigende men stadig lave lange statsrenter. Lave statsrenter og indtjeningsfremgang forventes at understøtte en fortsat aktieoptur. Kreditspændene forventes at forblive uændrede.
- Usikkerheden relateret til handelskrigen er dog øget, hvilket kombineret med usikkerheden relateret til normaliseringen af pengepolitikken og fortsatte tegn på svagt tiltagende lønvækst øger risikoen for, at de finansielle markeder vil begynde at frygte stigende inflation og dermed sende statsrenterne højere, end vi forventer. Dette øger sammen med øget risiko for nedjusteringer af indtjeningsforventningerne som følge af den eskalerende handelskrig samlet set risikoen for aktiemarkederne.
- Kombinationen af et uændret hovedscenario og ændret risikobillede gør, at vi ud fra en samlet vurdering af afkastmuligheder og risici vælger at gå neutral på alle aktivklasser.

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

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

### Fortsat udsigt til et moderat globalt opsving ...

Der er efter vores vurdering fortsat udsigt til et moderat globalt opsving gennem 2019. Målt kvartal til kvartal kan vi dog meget vel have set toppen i global vækst i andet kvartal 2018, ligesom 2018 kan komme til at markere toppen på global vækst målt på årlig basis.

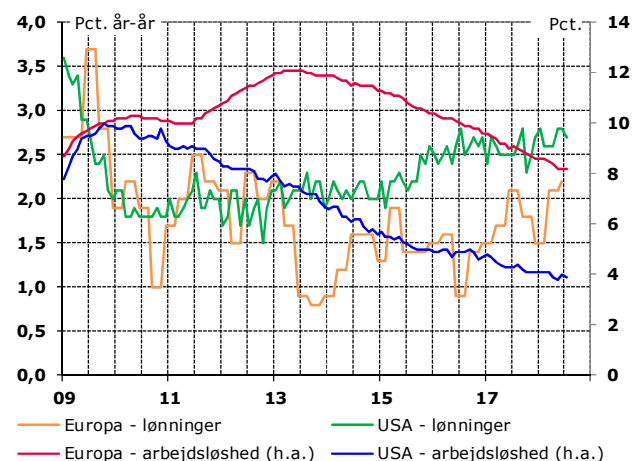
### ... svagt stigende inflation ...

Det fortsatte moderate globale opsving forventes at lægge et yderligere nedadgående pres på arbejdsløshedsraten i både Eurozonen og USA, hvilket forventes at medføre yderligere lønstigninger – se figur 1 – og svagt stigende inflation.

### ... og lempelig pengepolitik

Udsigten til faldende arbejdsløshedsrate og svagt stigende inflation forventes at medføre en fortsat normalisering af pengepolitikken i USA, hvor Fed forventes at hæve styringsrenten yderligere to gange i 2018 og tre gange i 2019. I Eurozonen forventes ECB at afslutte deres opkøbsprogram for obligationer med udgangen af 2018 og hæve renten i september 2019. På globalt plan forventes pengepolitikken at forblive lempelig og vækstunderstøttende – men i aftagende grad – gennem 2019.

Figur 1: Arbejdsløshedsrater og lønninger



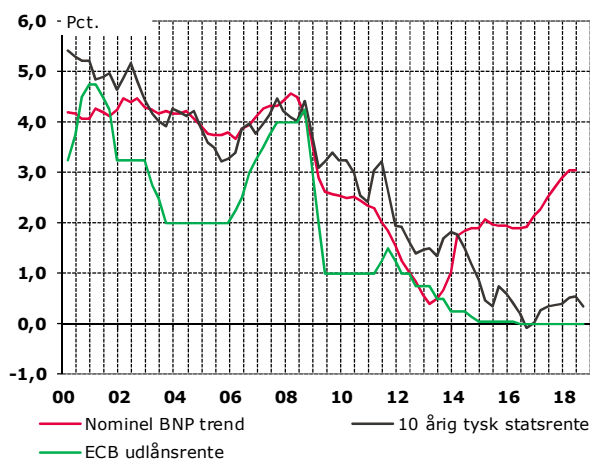
Kilde: Datastream

### Svagt stigende men fortsat lave lange renter

De lange statsrenter i både USA men i særdeleshed Tyskland og Danmark er stadig for lave i forhold til det underliggende vækst- og inflationsbillede. Det er efter vores vurdering den ekstremt lempelige pengepolitik, der er den primære årsag til de meget lave statsrenter – se figur 2. I fraværet af nye pengepolitiske signaler og kun

svagt stigende inflation forventes de lange statsrenter at være svagt stigende over de kommende 3-6 måneder.

Figur 2: Tysk 10 årig statsrente, ECB styringsrente og trend BNP

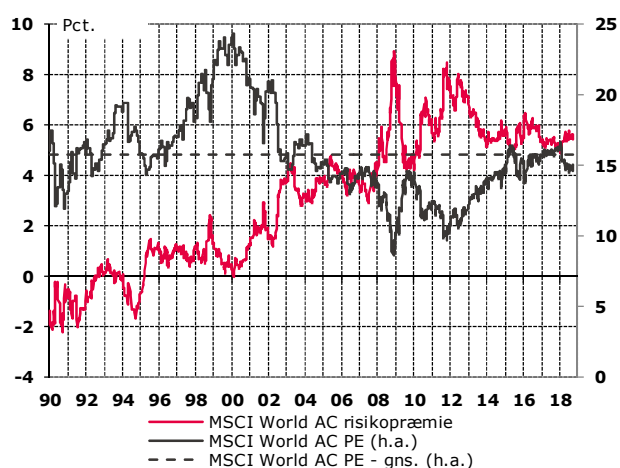


Kilde: Datastream

### Fortsat aktieoptur og uændrede kreditspænd

Vores makroøkonomiske hovedscenarier er isoleret set understøttende for virksomhedsobligationer. Vi har på globalt plan været vidne til faldende misligholdelsesrater på globale HY virksomhedsobligationer, og Moodys forventer yderligere fald i andelen af misligholdelser fremadrettet. Kreditspændene for europæiske HY virksomhedsobligationer er dog fortsat lave i et historisk perspektiv, mens europæiske IG virksomhedsobligationer handler til kreditspænd tæt på det historiske gennemsnit og er langt mere fair prisfastsat. Vi forventer stort set uændrede europæiske kreditspænd over de kommende 3-6 måneder.

Figur 3: Globale aktier - PE og risikopræmie



Kilde: Datastream

Efter et større løft fra skattereformen forventes indtjeningsfremgangen i amerikanske og globale aktier at blive mindre i 2019. Der er dog fortsat udsigt til pæn indtjeningsvækst, der vil understøtte aktiemarkedene

fremadrettet. Globale aktier er målt på PE forhold fair prisfastsat i et historisk perspektiv og er, set i lyset af de meget lave statsrenter, stadig attraktivt prisfastsat relativt til obligationer – se figur 3. Vi forventer en fortsat svag optur for globale aktier over de kommende 3-6 måneder.

### Eskalering af handelskrigen øger usikkerheden

Mens vores hovedscenarier er uændret siden seneste udmelding i juni, er risikobilledet ændret. Det skyldes især udviklingen på handelsfronten, hvor vi har været vidne til, at situationen er yderligere eskaleret. USA har således pålagt 25 pct. tariffer på 50 mia. kinesisk import, hvorefter kineserne har svaret igen med lignende tariffer på amerikansk import. USA har nu meddelt, at man fra 24. september vil pålægge tariffer på yderligere 200 mia. kinesisk import. I første omgang tariffer på 10 pct., der dog stiger til 25 pct. fra nytår. Samtidig har USA truet med at pålægge den resterende kinesiske import – godt 250 mia. USD – ekstra tariffer, hvis kineserne gengælder. Kineserne har annonceret en sådan gengældelse, og vi afventer derfor endelig implementering af tarifferne, og det "lovede" amerikanske modsvar.

Der er ingen tvivl om, at de nu annoncerede nye amerikanske og kinesiske tariffer, når de bliver implementeret, vil påvirke de makroøkonomiske nøgletal. Det store spørgsmål er, hvornår effekterne bliver synlige og ikke mindst, hvor store effekterne bliver på vækst og inflation? Det er vores forventning, at vi kun kommer til at se mindre vækst- og inflationseffekter af de annoncerede tariffer, men usikkerheden er høj. Dette skyldes, at det generelt er meget svært at kvantificere de samlede effekter af tariffer, idet en lang række forhold har indflydelse på disse effekter. Herunder udvikling i valutakurser, størrelse og timing af yderligere målrettede kinesiske penge- og finanspolitiske stimuli, påvirkning af forbruger- og erhvervstillid samt påvirkning af forsyningskæderne i global industri.

Det er meget bekymrende, at handelskrigen er yderligere eskaleret og ikke mindst, at Trump tilsyneladende har malet sig selv inde i et hjørne, hvor han på forhånd truer med yderligere gengældelse. Det er således umiddelbart svært at se, hvornår og hvordan handelskonflikten mellem USA og Kina bliver løst. Vi kan meget vel risikere, at vi først skal se tydelige negative økonomiske effekter i amerikansk økonomi, hvilket gennem faldende aktiemarkeder, faldende vælgeropbakning og stigende pres fra det amerikanske erhvervsliv og republikanske politikere måske vil kunne få Trump til at ændre kurs. Samtidig har Trump et par gange raslet med handelssablen overfor både EU og Japan. Der er med andre ord øget usikkerhed og risiko relateret til handelskonflikten. Omvendt ved vi erfaringsmæssigt, at den politiske situation lynhurtigt kan ændre sig.

Det er fortsat vores hovedscenario, at vi undgår en storstilet global handelskrig, der vil afspore det igangværende globale opsving. Nyhederne på handelsfronten skal dog følges nøje, ligesom de kommende måneders nøgletal er yderst vigtige for at vurdere i hvilket omfang de implementerede tiltag påvirker vækst og inflation, samt hvorvidt tillidsindikatorer påvirkes af truslerne om en yderligere eskalering.

### Øget risiko for inflationsfrygt og højere renter ...

Som nævnt ovenfor lægger handelskrigen mellem USA og Kina et opadgående pres på inflationen. Det er vores forventning, at vi ikke kommer til at se større stigninger i inflationen som følge af de implementerede og annoncerede tariffer. Usikkerheden er dog høj, og vi ser en stigende risiko for, at de finansielle markeder vil begynde at frygte stigende inflation som følge af cocktailen mellem effekterne fra handelskrigen og den bedring, som vi ser på arbejdsmarkedet i både USA og Eurozonen.

Kombineret med stor usikkerhed om effekterne af den normalisering af pengepolitikken, der er i gang i USA, og som er på vej i Eurozonen, vil en sådan potentiel inflationsfrygt kunne medføre hurtigere og kraftigere stigninger i de lange statsrenter, end vi pt. forventer.

### ... øger risikoen for aktiemarkederne

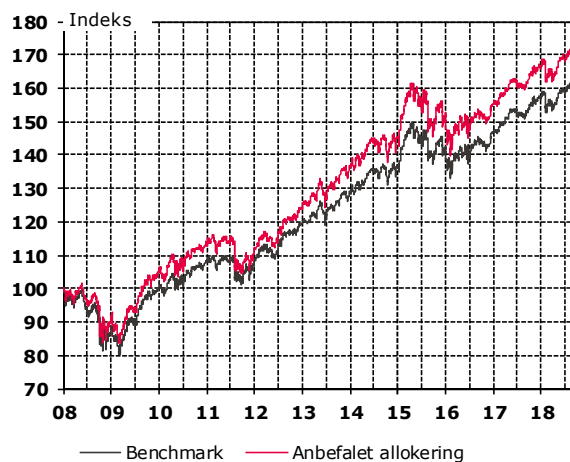
Øget risiko for kraftigt stigende renter og øget risiko for nedjusteringer af indtjeningsforventningerne som følge af den eskalerende handelskrig øger risikoen for aktiemarkederne.

### Taktisk allokering: Neutral vægt alle aktivklasser

Det ændrede risikobillede medfører, at vi på trods af et uændret hovedscenario, der indebærer en fortsat aktieoptur, vælger at ændre vores anbefalede aktivallokering fra svag overvægt aktier og svag undervægt virksomhedsobligationer til neutral vægt på både aktier, virksomhedsobligationer samt stats- og realkreditobligationer. En afvejning af afkastmuligheder og risici retfærdiggør efter vores vurdering ikke længere en svag overvægt at aktier.

Figur 4: Afkast og performance

Afkast pr. 17-09-2018	Siden 18-06-2018	År til dato
Anbefalet allokering	0,2%	2,6%
Benchmark	0,2%	2,3%
Aktier	0,4%	5,4%
Obligationer	0,1%	0,3%
Kontant	-0,2%	-0,5%
Stats- og realkreditobligationer	0,2%	0,5%
Virksomhedsobligationer	0,2%	-0,2%



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

Kilde: Blo omberg 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, 20. september 2018, kl. 11:35**

Denne publikation er udgivet af Handelsrådet i Spar Nord Bank A/S, Postboks 162, 9100 Aalborg. Publikationen er markedsføringsmateriale; og opfylder derfor ikke de retskrav, der stilles til investeringsanalyser. Gengivelsen af publikationen eller dele heraf er ikke tilladt uden forudgående tilladelse. Der er ikke forbud mod at handle inden offentliggørelse af dette markedsføringsmateriale og Spar Nord Bank A/S og dens ansatte kan have positioner i de pågældende finansielle instrumenter og valutakryds.

Publikationen er baseret på offentligt tilgængeligt materiale, som Handelsrådet i Spar Nord Bank A/S anser for at være pålideligt. Handelsrådet 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 fremtidigt 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.

Oplysningerne i publikationen er ikke investeringsanbefalinger og det er ikke et tilbud om eller en opfordring til køb eller salg af de pågældende finansielle instrumenter. Spar Nord Bank A/S fraskriver sig ethvert ansvar for tab for dispositioner foretaget på baggrund af publikationen.