

## Aktuel aktieuro: Formentlig en korrektion og ikke et bear marked

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

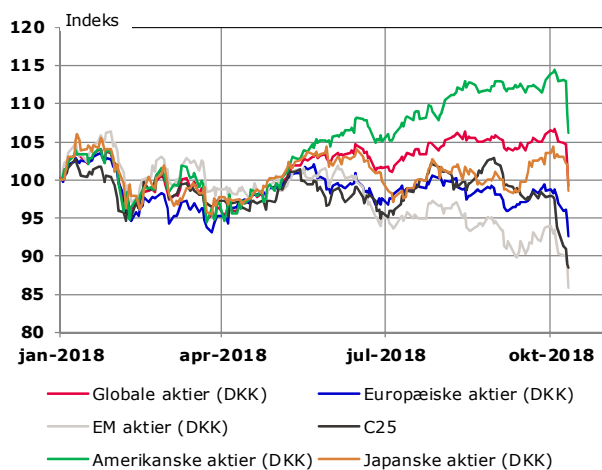
- Vi har siden sidste halvdel af september og specielt igennem oktober set stor og bredt funderet aktieuro.
- Det er vores vurdering, at den aktuelle uro på aktiemarkedene er en korrektion (midlertidig nedtur i en ellers længerevarende opadgående trend) snarere end et nyt bear marked (en længerevarende og større nedtur).
- En række faktorer – herunder den seneste tids amerikanske rentestigninger – er formentligt årsag til den igangværende korrektion.
- Vores hovedscenarier er uændret siden vores seneste udmelding i midten af september, hvor vi gik fra svag overvægt aktier til neutral vægt aktier. Vi forventer således fortsat svagt stigende lange renter, stort set uændrede kreditspænd og en – om end formentlig svag – aktieoptur.
- Vi fastholder anbefalingen om neutral vægt på alle aktivklasser. Den største risiko er kraftige og hurtige rentestigninger men også den eskalerende handelskrig, Brexit forhandlingerne og den politiske situation i Italien skal følges nøje.

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

Vi har siden sidste halvdel af september og specielt igennem oktober set stor og bredt funderet aktieuro – se figur 1. Som investor er det afgørende spørgsmål at stille sig, hvorvidt den igangværende nedtur er en såkaldt korrektion (midlertidig nedtur i en ellers længerevarende opadgående trend) eller et nyt bear marked (en længerevarende og større nedtur)? For at besvare dette spørgsmål er det vigtigt at analysere, hvad årsagerne til den aktuelle uro er.

Figur 1: Store regionale aktieforskelle



Kilde: Bloomberg

Det er dog sjældent muligt at isolere en konkret begivenhed eller faktor, der er årsag til en korrektion. Korrektioner skyldes således som regel en kombination af flere forhold. Det er endvidere vigtigt at bemærke, at korrektioner historisk har været ret normale hændelser.

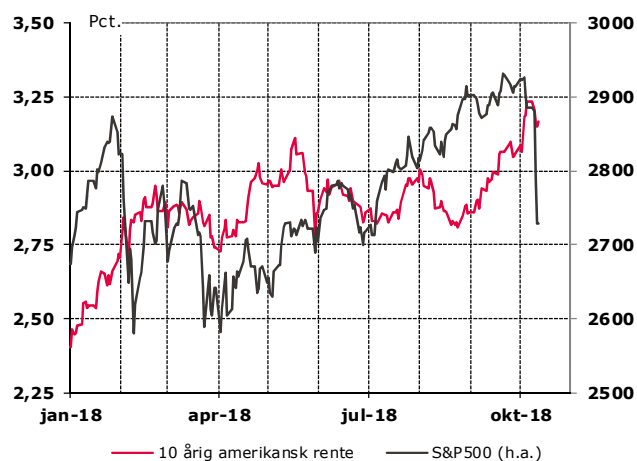
Den aktuelle korrektion er i denne henseende ingen undtagelse. En stærkt medvirkende årsag til den seneste tids globale aktieuro er dog efter vores vurdering de amerikanske rentestigninger, som vi har set siden sidste halvdel af september – se figur 2, og som vi beskrev som en risikofaktor, da vi gik fra svag overvægt aktier til neutral vægt aktier i midten af september. Aktienedturen er således kommet i kølvandet på, at den 10 årige amerikanske statsrente er steget fra knap 3 pct. i midten af september til næsten 3,25 pct. den 8. oktober. Den 10 årige statsrente er efterfølgende igen faldet lidt tilbage. Sideløbende med rentestigningerne har vi endvidere set kraftige stigninger i olieprisen.

Den seneste tids aktieuro kommer dog også efter en periode, hvor vi har set meget forskelligartede udviklinger på aktiemarkedene på tværs af geografiske regioner – se figur 1. Siden maj har vi set kraftige stigninger i amerikanske aktier og pæne stigninger i japanske aktier, mens europæiske aktier og i særdeleshed emerging markets

aktier er faldet. Denne meget forskelligartede udvikling skyldes formentligt en kombination af flere forhold:

- Emerging markets landene, der generelt er meget åbne økonomier, har oplevet kraftig modvind fra den eskalerende handelskrig, stigende amerikanske renter og styrket dollar tidligere på året samt en række landespecifikke historier – specielt relateret til Sydafrika, Argentina og Tyrkiet.
- Europa har oplevet en kraftigere end ventet vækstafmatning i løbet af 2018. Samtidig er den politiske usikkerhed i Europa øget – både i relation til Brexit-forhandlingerne og ikke mindst den politiske situation i Italien. Danske aktier er endvidere blevet ramt af flere selskabsspecifikke historier og mindre udenlandsk interesse.
- USA har oplevet større end ventet fremgang – højst sandsynligt på grund af den implementerede skattereform og deregulering.

Figur 2: Amerikanske aktier og 10 årig statsrente



Kilde: Bloomberg

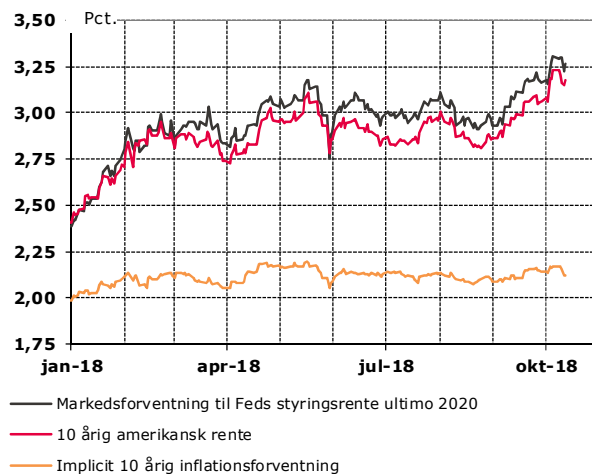
Efter et år med stor fremgang i amerikanske aktier og samtidige fald i europæiske og i særdeleshed emerging markets aktier, kan rentestigningerne siden midten af september således meget vel "blot" have været dråben, der fik bægeret til at flyde over for de globale aktiemarkeder.

Isoleret set er størrelsen på den stigning, som vi har set i den 10 årige amerikanske statsrente, ikke bekymrende. En 10 årig amerikansk statsrente omkring 3,25 pct. ændrer således ikke på vækstudsigterne for global økonomi eller nævneværdigt på den relative prisfastsættelse af globale aktier kontra obligationer. Rentestigningen er dog kommet over meget kort tid, og det er således formentligt frygten for, at den 10 årige statsrente vil blive ved med at stige i dette tempo, der har presset aktiemarkederne.

Denne frygt er ikke ubegrundet men er efter vores vurdering overdreven. Den seneste tids amerikanske

rentestigninger skyldes efter vores vurdering primært, at de finansielle markeders forventninger til amerikansk pengepolitik fremadrettet nu har nærmet sig de signaler, som den amerikanske centralbank (Fed) selv har sendt gennem et godt stykke tid. Vi har således siden midten af september og frem til den 10. oktober set de finansielle markeder gå fra at indprise en amerikansk styringsrente på 3,1 pct. ultimo 2020 til 3,3 pct. ultimo 2020 – se figur 3. Fed signalerer en rente på 3,5 ultimo 2020. Stigende inflationsforventninger spiller tilsyneladende kun en mindre rolle på trods af de kraftige stigninger, som vi har set i olieprisen siden midten af september. Implicitte 10 årige inflationsforventninger udledt fra amerikanske statsobligationer er således blot steget 6bp siden midten af september og frem til 9. oktober og er efterfølgende faldet tilbage – se figur 3.

Figur 3: 10 årig rente og markedsforventninger til Fed og inflation



Kilde: Bloomberg

Vores hovedscenario er uændret i forhold til vores seneste udmelding. Vi forventer moderat global vækst, svagt stigende inflation og fortsat – om end i aftagende grad – vækstunderstøttende pengepolitik på globalt plan. Dette forventes at understøtte lave men svagt stigende lange statsrenter og en jagt på afkast, der vil komme aktiemarkederne til gode. Vi forventer stort set uændrede kreditspænd og svagt stigende aktiemarkeder over de kommende 3-6 måneder.

Som beskrevet i vores seneste udmelding fra midten af september, hvor vi gik fra svag overvægt aktier til neutral vægt aktier, øger den eskalerende handelskrig kombineret med bedring på arbejdsmarkedet i både USA og Europa risikoen for tiltagende inflationsfrygt på de finansielle markeder. Dette øger sammen med de gradvise rentestigninger, som Fed signalerer, og udsigten til begyndende tilbagerulning af likviditet på global plan risikoen for hurtige og kraftige rentestigninger, der vil kunne afspore den forventede aktieoptur. Vi anser kraftigt stigende renter som den største risiko mod vores hovedscenario. Den

politiske risiko relateret til såvel handelskrig som Brexit forhandlinger og situationen i Italien bør dog også følges nøje.

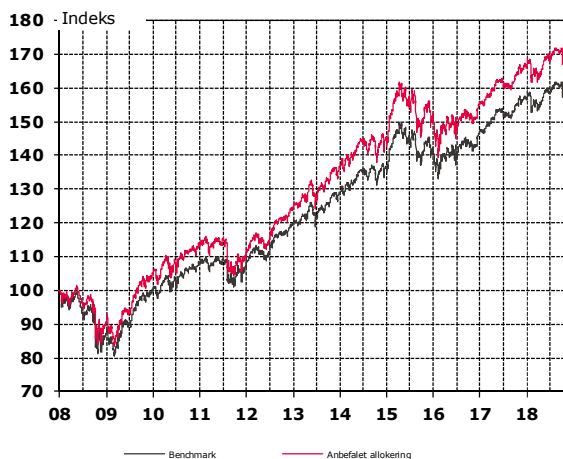
Det er med andre ord vores vurdering, at den aktuelle aktieuro snarere er en korrektion end starten på et nyt bear marked. Hvornår, den nuværende korrektion slutter, er meget svært at spå om. Faktorer, der kan være med til at stoppe korrektionen, er:

- Stabilisering i de lange amerikanske statsrenter.
- Positive signaler fra regnskabssæsonen, hvor fokus specielt vil rette sig mod selskabernes udmeldinger om fremtidsudsigterne (guidance) og specielt den eskalerende handelskrigs betydning.
- Udsigt til løsning på handelskrigen mellem USA og Kina.
- Det amerikanske midtvejsvalg 6. november og ikke mindst Trumps reaktioner ovenpå midtvejsvalget.
- Tegn på at den italienske regering begynder at forfølge en mere ansvarlig finanspolitisk kurs.
- Tegn på fremskridt i Brexit forhandlingerne.

Den aktuelle uro giver ikke anledning til at ændre i vores anbefalede aktivallokering. Vi fastholder neutral vægt på alle aktivklasser.

**Figur 4: Afkast og performance**

Afkast pr. 11-10-2018	Siden 17-09-2018	År til dato
Anbefalet allokering	-1,8%	0,7%
Benchmark	-1,8%	0,4%
Aktier	-4,2%	1,0%
Obligationer	-0,2%	0,0%
Kontant	0,0%	-0,5%
Stats- og realkreditobligationer	-0,3%	0,3%
Virksomhedsobligationer	-0,3%	-0,5%



Benchmark: 40% globale 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 Iisager Bak	96 34 40 81

**Redaktion afsluttet, 12. oktober 2018, kl. 12:38**

Denne publikation er udgivet af Handelsområdet 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 Handelsområdet i Spar Nord Bank A/S anser for at være pålideligt. 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 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.