

Svag overvægt aktier

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

- Da vi i midten af september gik fra svag overvægt aktier til neutral vægt aktier skyldtes det ikke et ændret hovedscenario men et ændret risikobillede i form af øget usikkerhed relateret til handelskrigen mellem USA og Kina samt øget risiko for kraftige rentestigninger – blandt andet som følge af usikkerheden relateret til normaliseringen af amerikansk pengepolitik og risikoen for tiltagende inflationsfrygt.
- Vores hovedscenario i form af moderat global vækst, svagt stigende inflation og lempelig pengepolitik på global plan er stadig uændret. Vi forventer svagt stigende lange statsrenter, svagt faldende kreditspænd og stigende aktiemarkeder over de kommende 3-6 måneder.
- Samtidig er usikkerheden relateret til handelskrigen efter vores vurdering blevet mindre, ligesom også risikoen for kraftigt stigende renter efter vores vurdering er blevet mindre.
- Kombineret med at den seneste tids aktieuro har medført, at globale aktier er blevet mere attraktivt prisfastsat – både absolut set og relativt til obligationer – vælger vi ud fra en samlet vurdering af afkastmuligheder og risici at gå svag overvægt aktier og svag undervægt stats- og realkreditobligationer.

Anbefalet aktivallokering	Før	Nu
Aktier	Neutral vægt	Svag overvægt
Obligationer	Neutral vægt	Svag undervægt
Kontant/pengeomærkede produkter	Neutral vægt	Svag undervægt
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

Moderat global vækst

Det er fortsat vores forventning, at 2019 vil byde på moderat global vækst tæt på 3,5 pct. Vi har dog formentlig set toppen i global vækst, men der er efter vores vurdering lav risiko for en større global nedtur i 2019. Amerikansk økonomi forventes gennem 2019 at have medvind fra både finans- og pengepolitikken – om end i aftagende grad. Vi forventer gradvist aftagende amerikansk vækst gennem 2019 men ser lav risiko for en ny amerikansk recession. For at vurdere risikoen for en amerikansk og global recession holder vi specielt øje med hældningen på rentekurven, der historisk har forudsagt alle amerikanske recessioner siden 1960 med i gennemsnit 15 måneders varsel. Den amerikanske rentekurve er målt ved forskellen mellem den 10 og 2 årige statsrente fladet men har stadig en positiv hældning. Kinesisk økonomi forventes at gå yderligere lidt ned i gear i 2019 men forventes at forblive mellem 6 og 6,5 pct. I Eurozonen forventer vi, at væksten efter et svagt 3. kvartal kommer mere op i gear og holder sig omkring eller lige over trendvækst gennem 2019.

Lav men svagt stigende inflation

Vækstudsigerne i både USA og Eurozonen forventes sammen med allerede lave arbejdsløshedsrater at lægge

et opadgående pres på lønninger og underliggende inflation (inflation eksklusiv udviklingen i energi- og fødevarerpriser) gennem 2019. Den seneste tids store fald i olieprisen vil til gengæld lægge et nedadgående pres på den samlede inflation og må også via indirekte effekter forventes at have en negativ effekt på den underliggende inflation. Vi forventer fortsat svagt stigende underliggende inflation i både USA og Eurozonen men ser risikoen for større end ventede stigninger i den underliggende inflation som værende blevet mindre de seneste måneder.

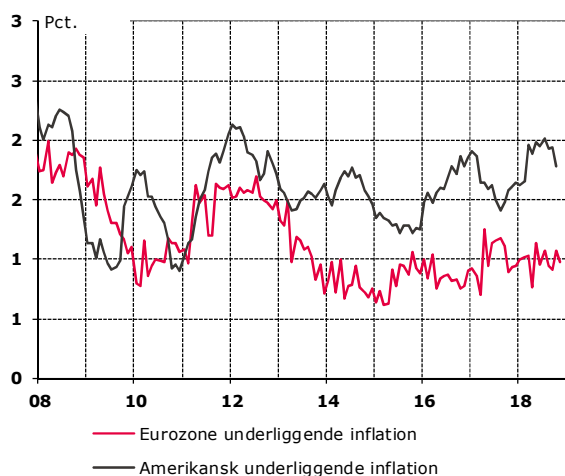
De seneste måneders fald i amerikansk underliggende inflation, og fraværet af tegn på at den underliggende inflation i Eurozonen er på vej op, betyder dog, at disse stigninger kommer fra lavere niveauer end tidligere forventet – se figur 1.

Fortsat lempelig pengepolitik

ECB forventes at afslutte deres opkøbsprogram for obligationer med udgangen af 2018. ECB har meddelt, at den første rentestigning tidligst kommer efter sommeren 2019. Den seneste tids skuffende europæiske aktivitetsbarometre kombineret med faldende oliepris og lav underliggende inflation øger dog sandsynligheden for, at ECB kommer til at sende endnu mere forsigtige signaler

med hensyn til timingen af den første renteforhøjelse. Det er endvidere vigtigt at bemærke, at pengepolitikken i Eurozonen vil være vækstunderstøttende i lang tid fremover.

Figur 1: Underliggende inflation i Eurozonen og USA



Kilde: Datastream

I USA forventes Fed at hæve styringsrenten igen til december. Vi forventer yderligere 3 renteforhøjelser i 2019. Sandsynligheden for at vi "kun" kommer til at se 2 rentestigninger i 2019 er dog øget set i lyset af vores forventninger til amerikansk vækst, den seneste tids fald i amerikansk kerneinflation, den faldende oliepris og øget fokus på dataafhængighed i Feds kommunikation gennem den seneste tid. Amerikansk pengepolitik vurderes at være vækstunderstøttende så længe styringsrenten er under 3 pct.

Med en meget lempelig japansk pengepolitik er der således udsigt til fortsat vækstunderstøttende pengepolitik på globalt plan. Når ECB stopper deres opkøbsprogram med udgangen af 2018, og Fed fortsætter deres gradvise nedbringelse af balancen, kommer vi dog til at se, at centralbankerne på globalt plan for første gang i mange år ikke længere tilfører men derimod fjerner likviditet fra det finansielle system. Effekterne af dette er usikre og følges nøje.

Mindre usikkerhed relateret til handelskrigen

Topmødet mellem Donald Trump og Xi Jinping i forbindelse med G20 topmødet i Argentina resulterede ifølge Det Hvide Hus i en 90 dages "våbenhvile" i handelskrigen. USA har lovet ikke at hæve tariffen fra 10 pct. til 25 pct. på 200 mia. kinesisk import fra 1. januar 2019. Samtidig har kineserne ifølge Det Hvide Hus lovet at øge deres import af specielt amerikanske landbrugsvarer og vigtigst af alt indlede forhandlinger om en løsning på handelskrigen.

Hvorvidt og i givet fald hvornår, dette lykkes, er umuligt at forudsige. Det er dog positivt, at USA og Kina – i hvert fald over de kommende 90 dage – tilsyneladende undlader at eskalere handelskrigen yderligere og samtidig forventes at indlede forhandlinger om at finde en løsning på handelskrigen.

Vi er forsigtigt optimistiske med hensyn til, at det lykkes at finde en løsning på handelskrigen. Det virker således til, at regeringerne i både USA og Kina i stigende grad er opmærksomme på omkostningerne ved den igangværende handelskrig. Erfaringerne fra NAFTA (nordamerikansk frihandelsaftale) forhandlingerne viser efter vores vurdering endvidere, at Trump er villig til at gå på kompromis med nogle af sine krav, så længe han er i stand til at "sælge" en aftale som en sejr. Trumps meget positive beskrivelse af topmødet er i denne henseende positiv. Usikkerheden relateret til handelskrigen – både udfaldet og påvirkningen af global økonomi – er dog stadig stor.

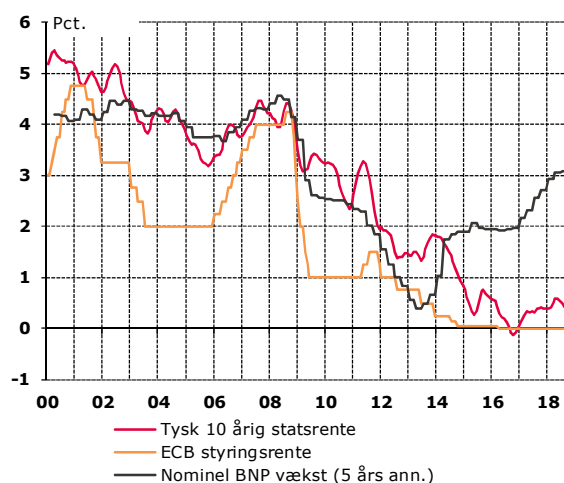
På den politiske front er usikkerheden til Brexit fortsat stor, mens den politiske usikkerhed relateret til Italien er blevet mindre.

Obligationer

Vækst og inflation kontra pengepolitik

De underliggende vækst- og inflationsudsigter trækker op i de lange statsrenter i både USA og Eurozonen, mens den meget lempelige pengepolitik trækker ned. Mens vi i USA formentligt "kun" er ca. 50bp fra et "fair" niveau for den 10 årige amerikanske statsrente (omkring 3,5 pct.), er ubalancen større for tyske statsobligationer – se figur 2.

Figur 2: 10 årig tysk statsrente, ECB rente og nominal BNP vækst



Kilde: Datastream

Svagt stigende lange renter ...

Det er vores forventning at de pengepolitiske signaler fra Fed og ECB over de næste 3-6 måneder fortsat vil holde de lange statsrenter under de niveauer, som de langsigte-

de vækst- og inflationsudsigter tilsiger. Vi forventer således fortsat "kun" svagt stigende lange statsrenter i både USA og Eurozonen over de næste 3-6 måneder.

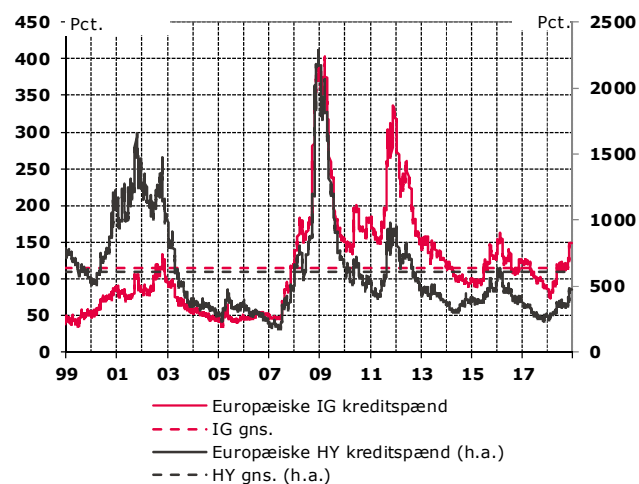
... men lavere risiko for kraftige stigninger

Mens der fortsat er større risiko for kraftige rentestigninger end større rentefald, er det vores vurdering, at risikoen for kraftige rentestigninger er aftaget en smule set i lyset af den lavere risiko for kraftigt stigende inflation, Feds øgede kommunikative fokus på dataafhængig pengepolitik samt øget sandsynlighed for mere forsigtige toner fra ECB.

Udsigt til svagt faldende kreditspænd

Den seneste tids stigning i kreditspændene – se figur 3 – er efter vores vurdering overdreven. Vores makroøkonomiske hovedscenarier og udsigten til kun svagt stigende lange renter forventes at understøtte en fortsat jagt på afkast, der vil komme risikofyldte aktiver – herunder virksomhedsobligationer til gode. Vi forventer svagt faldende kreditspænd på 3-6 måneders sigt

Figur 3: Europæiske kreditspænd



Kilde: Datastream

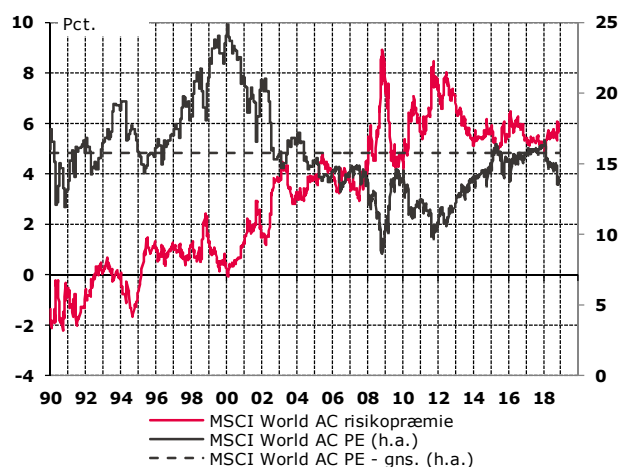
Aktier

Globale aktiemarkeder er for pessimistiske

Det er vores vurdering, at den seneste tids uro på de globale aktiemarkeder er overdreven. På trods af relativ høj indtjeningsvækst i 2018 og udsigt til fortsat indtjeningsvækst i 2019, har vi gennem 2018 set en større reprisering af de globale aktiemarkeder. PE forholdet for MSCI's verdensindeks er således faldet fra 16,3 primo året til nu 13,8, hvilket skal ses i forhold til et historisk gennemsnit på 15,7 – se figur 4. Siden vi gik på neutral vægt i midten af september er PE forholdet faldet ca. 5 pct. Set i forhold til de lange statsrenter er globale aktier stadig attraktivt prisfastsat. Risikopræmien – det vil sige det forventede merafkast på aktier relativt til obligationer,

som investorerne kræver for at købe aktier fremfor obligationer – er således fortsat højt i et historisk perspektiv – se figur 4.

Figur 4: Globale aktier - PE og risikopræmie



Kilde: Datastream

Globale aktier indpriser efter vores vurdering lavere indtjeningsvækst, end de ca. 5 pct. som vores makroøkonomiske hovedscenarier historisk har været konsistent med, og/eller væsentligt højere lange renter, end vi forventer.

Udsigt til stigende aktiemarkeder

Vores makroøkonomiske hovedscenarier forventes at understøtte fortsat indtjeningsvækst i globale aktier. Kombineret med fortsat lave statsrenter og attraktiv prisfastsættelse af globale aktier – både absolut men i særdeleshed relativt til obligationer – forventes dette at understøtte en jagt på afkast, der vil komme specielt aktiemarkederne til gode. Vi forventer således stigende globale aktiemarkeder på 3-6 måneders sigt.

Taktisk aktivallokering

Da vi i midten af september gik fra svag overvægt aktier og svag undervægt virksomhedsobligationer til neutral vægt aktier, virksomhedsobligationer samt stats- og real-kreditobligationer skyldtes det ikke et ændret hovedscenarier men derimod et ændret risikobillede i form af øget usikkerhed relateret til handelskrigen og øget risiko for kraftigt stigende lange renter.

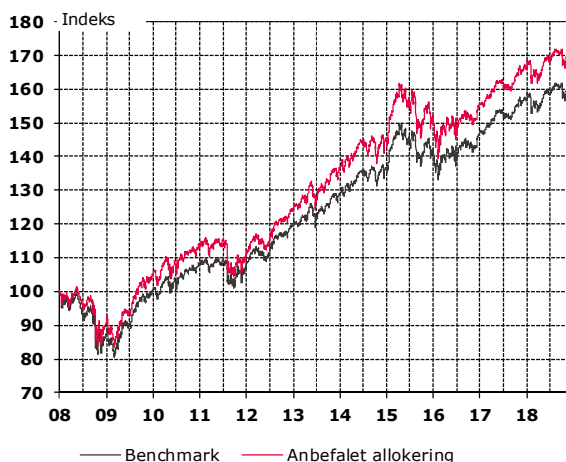
Som nævnt ovenfor er det vores vurdering at usikkerheden relateret til handelskrigen og risikoen for kraftigt stigende renter er blevet mindre. Vi har samtidig set, at globale aktier er blevet billigere – både absolut og relativt til obligationer.

Vores makroøkonomiske hovedscenarier er uændret, og vi forventer fortsat kun svagt stigende renter. Dette vil understøtte en fortsat jagt på afkast, der forventes at komme specielt aktiemarkederne til gode.

Den største risiko er fortsat kraftigt stigende renter (som følge af øget inflationsfrygt og usikkerhed om normalisering af specielt amerikansk pengepolitik) og en kraftig vækstafmatning som følge af en eskalering af den igangværende handelskrig. Som nævnt ovenfor, anser vi dog disse risici for at være mindre end i september, og vi vælger ud fra en samlet vurdering af afkastmuligheder og risiko at gå på svag overvægt aktier og svag undervægt stats- og realkreditobligationer.

Figur 5: Afkast og performance

Afkast pr.	Siden	År til dato
03-12-2018	17-09-2018	
Anbefalet allokering	-0,2%	2,3%
Benchmark	-0,2%	2,1%
Aktier	-0,6%	4,8%
Obligationer	0,0%	0,3%
Kontant	-0,1%	-0,6%
Stats- og realkreditobligationer	0,4%	1,0%
Virksomhedsobligationer	-1,5%	-1,6%



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, 4. december 2018, kl. 13:43

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.