

Neutral vægt aktier

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

- Vi forventer i vores hovedscenario lidt lavere global vækst i 2019 end tidligere ventet. Inflationen forventes fortsat at være svagt stigende i Eurozonen, og vi forventer nu, at både ECB og Fed holder styringsrenterne uændrede gennem 2019. Vi forventer fortsat, at vi undgår en hård Brexit, og at USA og Kina indgår en handelsaftale. Vi forventer i dette scenario svagt stigende lange renter, stort set uændrede kreditspænd og svagt stigende aktier.
- Udfaldsrummet omkring dette hovedscenario er dog asymmetrisk og meget afhængigt af udfaldet af både Brexit forhandlingerne og udfaldet af handelsforhandlingerne mellem USA og Kina. Det er vores vurdering, at nedsiden på aktiemarkederne i tilfælde af en hård Brexit og en eskalering af handelskrigen er større end potentialet på aktiemarkederne i tilfældet af en blød Brexit og en storstilet handelsaftale, hvor alle tariffær og handelsbarrierer fjernes, og kineserne accepterer de amerikanske krav om overholdelse af intellektuelle rettigheder.
- Ud fra en afvejning af afkastmuligheder og risici vælger vi at gå neutral på både aktier, stats- og realkreditobligationer, virksomhedsobligationer og kontant.

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

Konjunkturvurdering

Global vækststopbremsning ...

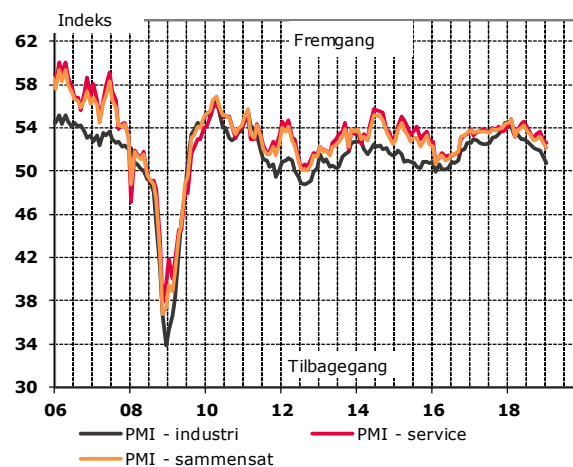
De seneste måneder har budt på en fortsat svækkelse af de globale aktivitetsbarometre for både servicesektoren og i særdeleshed industrien – se figur 1. Svækkelsen i industrien er bredt funderet men er især synlig i Eurozonen og Kina, hvor aktivitetsbarometrene nu signalerer decideret tilbagegang i industrien.

... skyldes i høj grad politiske forhold

Der er efter vores vurdering ikke nogen tvivl om, at handelskrigen mellem USA og Kina spiller en væsentlig rolle i den vækststopbremsning, som vi har set. Handelskrigen har ramt kinesisk økonomi, der i forvejen er strukturelt på vej ned i gear, hvilket har smittet af på andre emerging markeds lande og derigennem har ramt Eurozonen gennem eksportkanalen. I Eurozonen har usikkerhed relateret til specielt Brexit men også andre politiske forhold ramt investeringerne. Hertil kommer problemer i den tyske bilsektor som følge af nye emissionsregler. Lyspunktet i global økonomi i 2018 har været amerikansk økonomi, hvor Trumps skattenedsættelser og fokus på deregulering har givet et løft til økonomien. Også amerikansk økonomi har dog vist tegn på vækstafmatning i 4. kvartal 2018 og ind i 1. kvartal 2019, og også her er politiske forhold oplagte forklaringer

på vækstafmatningen. Handelskrigen med Kina og den godt 1 måned lange delvise nedlukning af den offentlige sektor henover Nytår spiller efter vores vurdering således en betydelig rolle i den amerikanske vækstafmatning.

Figur 1: Globale aktivitetsbarometre



Kilde: Bloomberg, Datastream og Markit

Udsigt til mere afdæmpet global vækst

Vi har ovenpå de seneste måneders skuffende nøgletal nedjusteret vores forventninger til amerikansk, europæisk og

global vækst i 2019. Vores hovedscenarier er nu et lidt mere afdæmpet vækstbillede end det moderate vækstbillede, som har kendetegnet perioden efter Finanskrisen, og som ifølge Bloomberg er konsensus blandt økonomer. Vores hovedscenarier forudsætter, at vi snart ser en stabilisering og efterfølgende vending i de globale aktivitetsbarometre og andre ledende indikatorer.

Asymmetrisk udfaldsrum pga. af politiske forhold

Det er desuden vigtigt at bemærke, at risikobilledet rent vækstmæssigt er asymmetrisk og stærkt afhængigt af politiske forhold. Vi forventer i vores hovedscenarier, at vi undgår en hård Brexit (britisk udtræden af EU uden nogen nye aftaler med EU) og forventer, at Kina og USA indgår en form for handelsaftale. Det er efter vores vurdering i stigende grad tydeligt, at der ikke er ret mange britiske politikere, der ønsker en hård Brexit, ligesom USA og Kina i stigende grad synes interesserede i en løsning på den igangværende handelskonflikt.

En situation med en hård Brexit og en eskalering af handelskrigen mellem USA og Kina (samt en eventuel handelskrig mellem EU og USA udløst af amerikanske tariffere på europæiske biler) forventes at have en betydelig negativ effekt på væksten. Omvendt forventes en blød Brexit (eller en britisk forbliven i EU) og en storstilet handelsaftale mellem USA og Kina, hvor alle tariffere og handelsbarrierer fjernes, og kineserne accepterer de amerikanske krav om, at Kina overholder reglerne for intellektuelle rettigheder, at have en mindre positiv effekt på global vækst. Vi ser fortsat meget lav risiko for en global recession.

Svagt stigende inflation

Vi forventer stort set uændret underliggende inflation i USA (såkaldt kerneinflation) og svagt stigende (om end svagere end tidligere ventet) underliggende inflation i Eurozonen. I USA er der som følge af det meget stramme arbejdsmarked større risiko for, at inflationen overrasker i opadgående retning end nedadgående retning.

ECB og Fed på hold i 2019

Den større end ventede vækstafmatning i Eurozonen har medført, at vi nu forventer, at den europæiske centralbank (ECB) tidligst hæver styringsrenten i 2020 mod tidligere i 4. kvartal 2019. I USA lavede den amerikanske centralbank (Fed) en næsten pengepolitisk U-vending på rentemødet i slutningen af januar. Fed signalerede på dette rentemøde, at forhøjelserne af styringsrenten vil blive sat på pause, og at centralbanken ville begynde at diskutere et stop for nedbringelsen af beholdningen af stats- og realkreditobligationer. Dette skal ses i forhold til rentemødet i december, hvor Fed signalerede fortsatte gradvise (2 i 2019) renteforhøjelser og beskrev nedbringelsen af beholdningen af obligationer som værende på "automatpilot". Vi forventer nu, at Fed ikke hæver renten i 2019, og at

nedbringelsen af beholdningen af obligationer ophører i løbet af andet halvår af 2019. Risikomæssigt vurderes der, at være større sandsynlighed for, at Fed hæver renten i 2019, end at Fed kommer til at sænke renten i 2019.

Obligationer

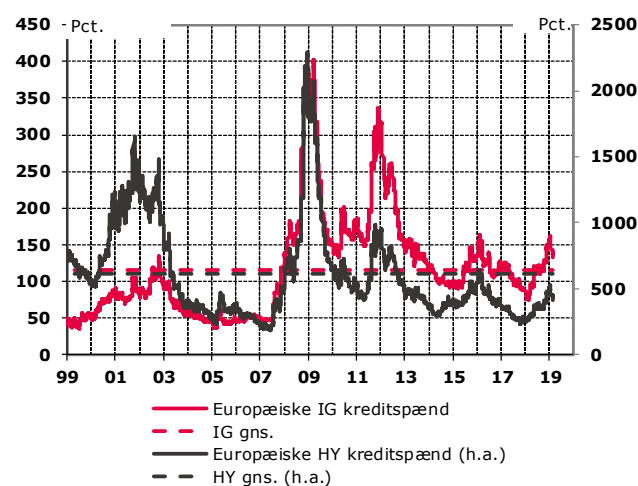
Svagt stigende lange renter

Mere forsigtige toner fra Fed og global vækstafmatning – herunder i særdeleshed i Europa – har over de seneste måneder sendt de lange statsrenter i specielt Eurozonen ned. Det er fortsat vores vurdering, at de mere langsigtede vækst- og inflationsudsigter tilsiger væsentligt højere lange statsrenter i Eurozonen, men at den ekstremt lempelige pengepolitik fungerer som delvis modvægt til dette. Vi forventer svagt stigende lange statsrenter på 3-6 måneders sigt.

Stort set uændrede kreditspænd

Efter en kraftig udvidelse af kreditspændene i december, har vi i 2019 set kreditspændene falde tilbage til niveauerne fra midten af november 2018 – se figur 2. De europæiske IG spænd ligger fortsat lidt højere end det historiske gennemsnit, mens de europæiske HY kreditspænd ligger en del lavere end det historiske gennemsnit. Vi forventer i vores hovedscenarier stort set uændrede kreditspænd på 3-6 måneders sigt. Udfaldsrummet er dog asymmetrisk. Falder global vækst yderligere som følge af en hård Brexit og en eskalering af handelskrigen, forventes kreditspændene at stige væsentligt mere, end de forventes at falde, hvis vi får en storstilet handelsaftale mellem USA og Kina samt en blød Brexit (eller britisk forbliven i EU).

Figur 2: Europæiske kreditspænd



Kilde: Datastream

Aktier

Stærkt comeback ...

Vi har efter den store nedtur i december set et stærkt comeback til globale aktier, der pr. 26. februar havde genvundet lidt mere end det, der blev tabt i december.

... drevet af Fed og nyheder på handelsfronten

Det stærke comeback er kommet på trods af generelt skuffende nøgletal – herunder fortsatte fald i de globale aktivitetsbarometre – og yderligere nedjusteringer af analytikernes forventninger til indtjeningsvæksten for globale aktier. Det stærke comeback skal derfor formentligt i høj grad tilskrives bedre nyheder på handelsfronten samt langt mere forsigtige signaler fra Fed, som aktiemarkedene over flere omgange har frygtet vil stramme pengepolitikken for hurtigt og kraftigt og dermed afspore den økonomiske fremgang.

Begrænset indtjeningsvækst ...

Konsensus blandt aktieanalytikerne er, når der ses på globale aktier, en indtjeningsvækst pr. aktie (EPS-vækst) på 6 pct. Vores forventninger til global vækst kombineret med de historiske sammenhænge (som langt fra er perfekte) til siger stort set uændret EPS-vækst for globale aktier i 2019. Det er altid svært at fastlægge præcist, hvad der indpriser i aktiemarkedene, men det er vores vurdering, at aktiemarkedene formentligt indpriser et vækst- og EPS-billede, der minder mere om det, som vi forventer i vores hovedscenario, end det, der forventes blandt aktieanalytikere og økonomer mere generelt.

... men svagt stigende globale aktier

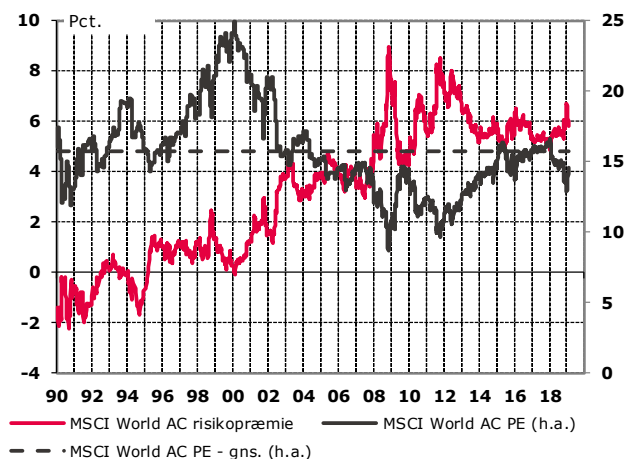
Med udsigt til stort set uændret EPS-vækst i 2019 skal en fortsat global aktieoptur drives af højere prisfastsættelse af globale aktier. Det er vores forventning, at vi kommer til at se en sådan højere prisfastsættelse, hvis vores makroøkonomiske hovedscenario udspiller sig, og de lange statsrenter ikke stiger kraftigt. Forholdet mellem pris og indtjening (P/E forholdet) for globale aktier ligger således under det historiske gennemsnit, risikopræmien (det vil sige det forventede merafkast, som investorer kræver for at købe aktier fremfor obligationer) ligger langt over det historiske gennemsnit, og investorerne er ifølge en række stemningsindikatorer hverken specielt negative eller optimistiske. Vi forventer fortsat svagt stigende globale aktiemarkeder på 3-6 måneders sigt.

... men asymmetrisk udfaldsrum

Der er efter vores vurdering ingen tvivl om, at nedsiden for globale aktier er større end opsidens, hvis vi tager fejl med hensyn til vores makroøkonomiske hovedscenario. Bliver væksten væsentligt svagere, end vi venter, fx som følge af en eskalering af handelskrigen og en hård Brexit, må det forventes, at aktiemarkedene vil falde mere, end de vil stige, hvis væksten bliver højere, end vi venter, fx som

følge af en blød Brexit (eller Storbritannien bliver i EU) og en storstilet handelsaftale mellem USA og Kina. Den større ned- end opside skyldes i høj grad de asymmetriske økonomiske effekter af udfaldet af Brexit og handelsforhandlingerne, men også at aktiemarkedene efter vores vurdering allerede i nogen grad har taget forskud på glæderne ved en blød Brexit og en form for handelsaftale mellem USA og Kina.

Figur 3: Globale aktier - PE og risikopræmie



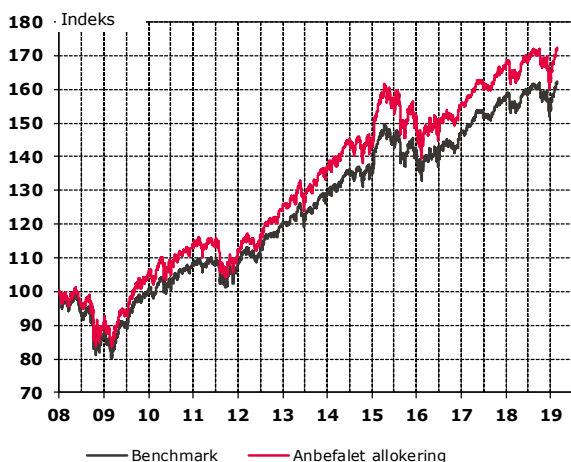
Kilde: Datastream

Taktisk aktivallokering

Udsigten til kun svagt stigende aktiemarkeder under vores hovedscenario kombineret med det asymmetriske udfaldsrum, der endvidere er stærkt afhængigt af politiske forhold, medfører, at vi ud fra en samlet vurdering af afkastmuligheder og risici ikke længere ønsker at have en svag overvægt af aktier. Vi ændrer derfor vores anbefalede aktivallokering til neutral vægt på alle aktivklasser.

Figur 4: Afkast og performance

Afkast pr. 26-02-2019	Siden 03-12-2018	
	År til dato	
Anbefalet allokering	1,5%	5,7%
Benchmark	1,4%	5,1%
Aktier	1,9%	11,8%
Obligationer	1,1%	1,1%
Kontant	-0,2%	-0,1%
Stats- og realkreditobligationer	1,2%	1,0%
Virksomhedsobligationer	2,4%	2,5%



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, 27. februar 2019, kl. 13:13

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.