

Fremskridt men stadig ikke sejr i inflationskampen

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

- På trods af positive fremskridt i kampen mod den høje inflation er der efter vores vurdering fortsat brug for en periode med lav vækst og en svækkelse af arbejdsmarkedet for at få bragt inflationen tilbage til 2 pct. på mere vedvarende basis. Mens vi i Eurozonen formentligt allerede er i gang med en sådan vækstafmatning, har de amerikanske nøgletal på det seneste vist tiltagende vækst. Det er dog vores forventning, at også amerikansk økonomi står overfor en periode med betydelig vækstafmatning. Risikoen for, at vi ikke blot kan "nøjes" med en betydelig vækstafmatning, men i stedet ender ud i en periode med decideret bredt funderet økonomisk tilbagegang, en såkaldt recession, er på trods af den seneste tids gode nyheder på vækst- og inflationsfronten i specielt USA, fortsat betydelig.
- Det er vores forventning, at vi har set toppen i de lange statsrenter. Usikkerheden om renteudsigterne er dog stor, og der må forventes fortsat store udsving i de lange statsrenter. Vi forventer uændrede til lidt lavere lange statsrenter på 3-6 måneders sigt.
- Virksomhedsobligationer tilbyder en attraktiv merrente i forhold til stats- og realkreditobligationer, og forventes at klare sig godt i det vækst-, inflations- og rentescenario, som vi forventer over de kommende 3-6 måneder.
- Globale aktier har haft et bemærkelsesværdigt stærkt 2023 på trods af uændret indtjening pr. aktie og et generelt højere renteniveau, der isoleret burde lægge et nedadgående pres på prisfastsættelsen af aktierne. Dette er ikke sket – tværtimod. Forklaringen skal findes i en lavere risikopræmie (det forventede merafkast på aktier fremfor obligationer). Der er efter vores vurdering udsigt til stort set uændret til svag positiv indtjeningsvækst i 2024 og stigende risikopræmie. Vi forventer, at globale aktier vil bevæge sig stort set sidelæns over de kommende 3-6 måneder, hvor vi også forventer større udsving og større risiko for tilbagefald, end det normalt er tilfældet.
- Vi vælger ud fra en samlet vurdering af afkastmuligheder og risici at fastholde aktier på svag undervægt og vælger samtidigt at ændre vores svage overvægt i stats- og realkreditobligationer til neutral vægt og vores neutrale vægt i virksomhedsobligationer til svag overvægt.

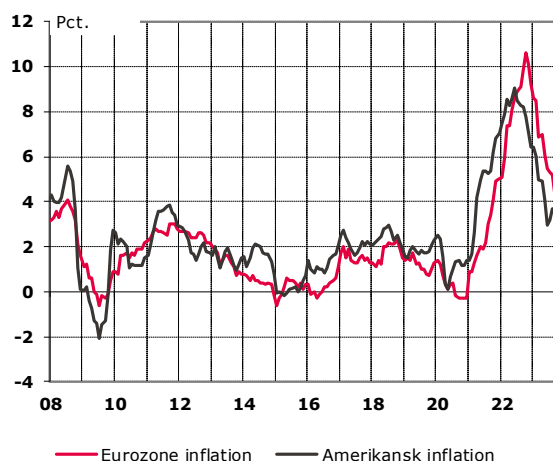
Anbefalet aktivallokering	Før	Nu
Aktier	Svag undervægt	Svag undervægt
Obligationer	Svag overvægt	Svag overvægt
Stats- og realkreditobligationer	Svag overvægt	Neutral vægt
Virksomhedsobligationer	Neutral vægt	Svag overvægt

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

Med inflation, der er aftaget til tæt på 3 pct. i både Eurozonen og USA, ser det umiddelbart ud til, at centralbankerne er godt på vej til at bringe inflationen tilbage til målsætningen om inflation på 2 pct. (se figur 1).

Den positive udvikling i inflationen glæder ikke overraskende centralbankerne i både USA og Eurozonen, der dog er meget påpasselige med at erklære kampen mod den høje inflation for vundet. Meget af faldet i inflationen kan således tilskrives, at priserne på varer (eksklusiv fødevarer) ikke længere stiger, som vi så det under og efter COVID-19 nedlukningerne, og ikke mindst, at energipriserne er faldet kraftigt tilbage siden toppen i 2022. Uden yderligere fald i energipriserne og/eller fald i priserne på varer (eksklusiv fødevarer) vil det nedadgående pres på inflationen fra energi- og varepriser aftage fremadrettet.

Figur 1: Inflation i Eurozonen og USA

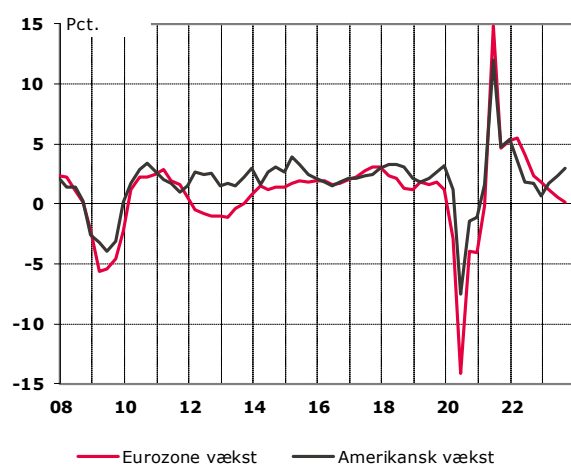


Hertil kommer, at prispresset fra tjenesteydelser fortsat er for højt i forhold det, som centralbankerne vurderer, er for- eneligt med inflation på 2 pct. Med et meget stramt arbejdsmarked i både Eurozonen og USA og deraf afledte kraftige lønstigninger er der efter centralbankernes vurde- ring behov for en periode med lav vækst og en svækkelse af arbejdsmarkedet for at få bragt inflationen tilbage til 2 pct. En opfattelse, som vi deler.

Udsigt til et svagt vækstbillede ...

Mens vi i Eurozonen har været vidne til en meget kraftig vækstafmatning, er der fortsat ikke tegn på dette i USA – tværtimod (se figur 2). I både USA og Eurozonen er ar- bejdsmarkedet desuden stadig meget stærkt. Det er dog vores forventning, at vi endnu ikke har set den fulde effekt af de pengepolitiske stramninger, der er gennemført i 2022 og ind i 2023, og at vi står overfor en periode, hvor væksten i amerikansk økonomi vil aftage betydeligt (men forblive positiv), og hvor europæisk økonomi vil opleve fortsat svag (men dog lidt bedre) vækst. Dette forventes at medføre et nedadgående pres på lønvæksten og hjælpe til med at få bragt inflationen tilbage til 2 pct. på mere permanent basis. Et mål der dog på trods af gode fremskridt næppe nås i løbet af 2024.

Figur 2: År-år vækst i Eurozonen og USA



... og stram pengepolitik

Udvikler vækst- og inflationsbilledet sig, som vi forventer, har vi efter alt at dømme set den sidste renteforhøjelse fra den europæiske centralbank (ECB) i denne omgang. I USA er centralbanken (Fed) enten færdig eller meget tæt på at være færdig med at stramme pengepolitikken. I både USA og Eurozonen skal vi dog efter vores vurdering hen til efteråret, før vi ser centralbankerne begynde at sætte styringsrenterne ned. Når det sker, vil det desuden formentligt ske i et afdæmpet tempo. Der er ligeledes meget stor usikkerhed om til hvilket niveau, som centralbankerne på sigt vil sænke styringsrenterne til.

Fortsat betydelig risiko for recession

Der er efter vores vurdering fortsat betydelig risiko for, at vi ikke "blot" står overfor en periode med kraftig amerikansk vækstafmatning og svag europæisk vækst, men at vi i stedet ender ud i en ny recession, det vil sige en periode med bredt funderet økonomisk tilbagegang. At svække arbejdsmarkedet er således en meget svær balancegang, der meget nemt kan resultere i en negativ spiral, hvor frygt for at miste sit job, får forbrugerne til at holde igen med forbruget, hvilket igen medfører, at mange virksomheder i værste fald begynder at afskedige medarbejdere i større stil.

Det er dog samtidigt vigtigt at bemærke, at inflationen er aftagende, og at der selvfølgelig også er en mulighed for, at det lykkes at få bragt inflationen helt tilbage til 2 pct. uden yderligere pengepolitiske stramninger og uden en større vækstafmatning. Den seneste tids udvikling i amerikanske inflations- og vækstdata er i denne henseende opmuntrende.

De lange statsrenter er formentligt toppet

En top i de pengepolitiske styringsrenter og udsigt til rentenedsættelser mod slutningen af 2024 taler isoleret set for, at vi har set toppen i de lange statsrenter i både USA og Eurozonen i denne omgang. Vækst- og inflationsudsigterne for 2024 og på længere sigt taler ligeledes for udsigt til lidt lavere lange statsrenter.

Usikkerheden om renteudsigterne er dog stor. Der er således fortsat stor usikkerhed om vækst- og inflationsudsigterne og stort fokus på de store budgetunderskud og udstedelser af statsobligationer. Sidstnævnte vel og mærke på et tidspunkt, hvor flere centralbanker er i gang med at nedbringe deres beholdninger af statsobligationer. Hertil kommer usikkerhed om hvilket niveau, som centralbankerne på sigt kommer til at sænke styringsrenterne til.

Vi vil fremadrettet formentligt se fortsatte store udsving i de lange statsrenter, som vi dog forventer vil ligge uændret til lidt lavere på 3-6 måneders sigt. Det er dog værd at bemærke, at der ved uændrede renteniveauer er udsigt til obligationsafkast, der er mere attraktive end det har været tilfældet i mange år. Stats- og realkreditobligationer tilbyder nu ligeledes en væsentlig bedre risikospredningseffekt i porteføljer med både aktier og obligationer, end det ligeledes har været tilfældet i lang tid.

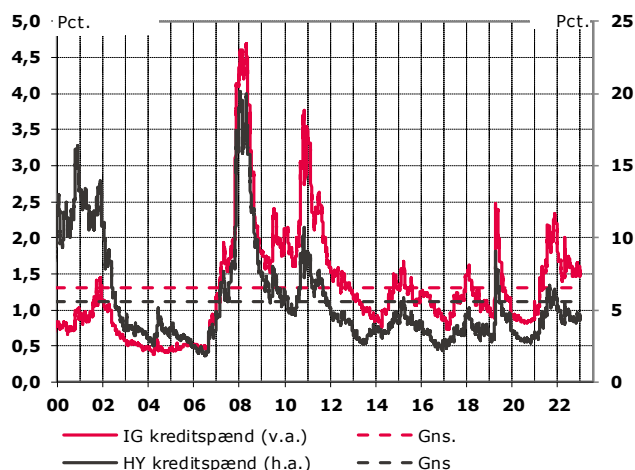
Attraktive kreditspænd

Europæiske virksomhedsobligationer tilbyder en attraktiv merrente i forhold til europæiske statsobligationer – se figur 3. Udsigt til en betydelig amerikansk vækstafmatning men dog fortsat positiv vækst og en begyndende (om end begrænset) bedring i de europæiske vækstdata forventes

sammen med udsigt til uændrede til lidt lavere lange statsrenter at understøtte stort set uændrede europæiske kreditspænd på 3-6 måneders sigt.

Udvikler en kraftig vækstafmatning sig til en decideret recession, må det dog forventes, at vi kommer til at se stigende kreditspænd. Virksomhedsobligationer forventes i et sådant scenario at få delvis hjælp fra et generelt faldende renteniveau, men dog næppe nok til at kompensere fuldt ud for modvinden fra stigende kreditspænd.

Figur 3: Europæiske kreditspænd



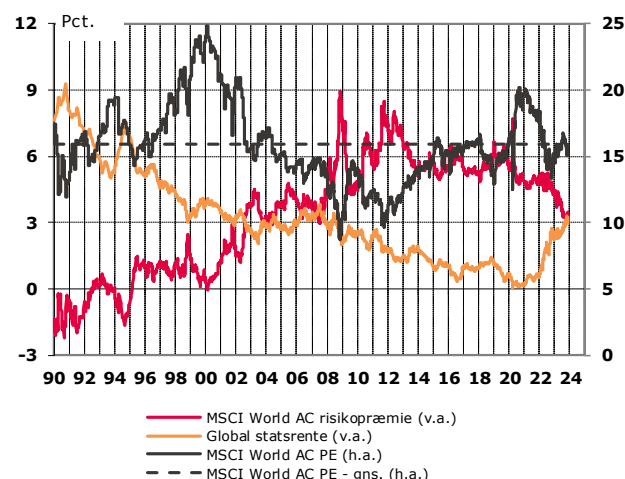
Udsigt til retnings løst globalt aktiemarked

Det globale aktiemarked har med et afkast målt i DKK på 13,6 pct. frem til 24. november haft et meget stærkt 2023. En udvikling der har overrasket os, da vi gennem året har set stort set uændret indtjening pr. aktie for globale selskaber og et generelt stigende renteniveau. Førstnævnte er over tid den drivende kræft på aktiemarkedet, og sidstnævnte lægger isoleret set et nedadgående pres på prisfastsættelsen af aktiemarkedet, da stigende renter betyder, at et væsentligt alternativ til at investere i aktier tilbyder et højere afkast. Når vi alligevel har set stigende globale aktiemarkeder i 2023, skyldes det, at aktieinvestorerne har været villige til at acceptere et lavere forventet merafkast (risikopræmie) set i forhold til statsobligationer (se figur 4). Dette vel og mærke på trods af stor usikkerhed om vækst- og inflationsudsigterne samt stor geopolitisk usikkerhed. Forklaringen skal efter vores vurdering findes i en kombination af, at mange investorer tidligere på året var meget forsigtigt investeret og så ret negativt på fremtidsudsigterne samtidigt med, at de amerikanske vækstdata generelt har overrasket positivt gennem 2023.

Retter vi blikket fremad, er der næppe udsigt til nævneværdig indtjeningsfremgang i 2024. På omsætningssiden vil vi formentligt se uændret til svagt positiv omsætningsvækst. De fortsat høje marginer forventes at falde yderligere og vil efter vores vurdering i bedste fald forblive uændrede.

Prisfastsættelsesmæssigt vil der formentligt være vindstille til svag medvind fra renteutviklingen og modvind fra risikopræmien. Selvom sidstnævnte nu er lav (i hvert fald når de seneste 20 år bruges om historik), er der selvfølgelig, som udviklingen i år viser, ikke noget til hinder for, at allerede lave risikopræmier kan blive endnu lavere. Det er dog værd at bemærke, at flere stemnings- og positioneringsindikatorer tyder på generelt mere positiv stemning nu, end vi så ved årets begyndelse, hvorfor der formentligt nu skal mere til at drive risikopræmien lavere, end det har været tilfældet gennem 2023.

Figur 4: PE og risikopræmie - globale aktier



De positionerings- og stemningsindikatorer, som vi normalt følger, peger dog omvendt heller ikke i retning af overdreven eufori på de globale aktiemarkeder. Der indprises efter vores vurdering nu et vækst-, inflations- og rentescenario i globale aktier, som er på linje med eller lidt mere gunstigt end det, som vi forventer. Det er således vores forventning, at vi de kommende 3-6 måneder vil se det globale aktiemarked bevæge sig stort set sidelæns men med større udsving og større risiko for tilbagefald end normalt.

Taktisk aktivallokering

Som nævnt ovenfor er der i det vækst- og inflationsscenario, som vi finder mest sandsynligt, udsigt til uændrede eller lidt lavere lange statsrenter, stort set uændrede kreditspænd, og globale aktiemarkeder der bevæger sig stort set sidelæns med større udsving end normalt. Virksomhedsobligationer tilbyder i dette scenario og på 3-6 måneders sigt et attraktivt merafkast i forhold til statsobligationer og vil formentligt også klare sig mindst lige så godt som globale aktier.

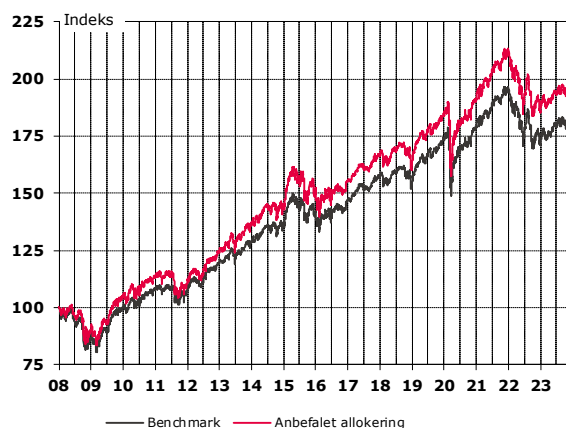
Udvikler den forventede vækstafmatning i USA sig til en recession, hvilket vi fortsat ser betydelig risiko for, vil både globale aktier og virksomhedsobligationer efter alt at dømme opleve tab. Tab der dog i dette tilfælde forventes

at være størst for aktiernes vedkommende. Stats- og realkreditobligationer vil i dette tilfælde formentligt være den af vores tre aktivklasser, der klarer sig bedst. Omvendt vil stats- og realkreditobligationer formentligt være den aktivklasse, der oplever de dårligste afkast, hvis det lykkes at få bragt inflationen yderligere ned uden en større vækstafmatning i USA. Et scenario, som vi stadig tillægger relativ lav sandsynlighed, men som dog efter den seneste tids udvikling i amerikanske vækst- og inflationsdata virker en smule mere sandsynligt.

Ud fra en samlet vurdering af risici og afkastmuligheder (og på 3-6 måneders sigt) vælger vi at fastholde vores svage undervægt i globale aktier. Vi ændrer vores svage overvægt i stats- og realkreditobligationer til neutral vægt og ændrer vores neutrale vægt i virksomhedsobligationer til svag overvægt.

Figur 5: Afkast og performance

Afkast pr.	Siden	
24-11-2023	19-09-2023	År til dato
Anbefalet allokering	0,7%	6,6%
Benchmark	0,7%	7,1%
Aktier	-0,1%	13,6%
Obligationer	1,2%	2,8%
Stats- og realkreditobligationer	1,2%	2,2%
Virksomhedsobligationer	1,4%	5,7%



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, 28. november 2023, kl. 13:30

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. Medmindre 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.