

Udsigt til fortsat medvind til globale aktier

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

- Amerikansk økonomi forventes i 2025 at gå en smule ned i gear men fra et højt niveau. Europæisk vækst forventes i 2025 at gå lidt op i gear men fra et lavt niveau. Der er dog en stigende risiko for et svagere end ventet europæisk vækstbillede.
- Inflationen forventes at fortsætte med at aftage men i langsommere tempo end hidtil.
- De pengepolitiske lempelser forventes at fortsætte men i forskelligt tempo i USA og Eurozonen. Der er stor usikkerhed om, hvor meget renten vil blive sænket.
- Der er stor politisk usikkerhed – specielt relateret til den kommende Trump administration men også andre steder.
- Lange danske renter forventes at forblive uændrede til lidt højere på 3-6 måneders sigt.
- Kreditspændene forventes at forblive uændrede på 3-6 måneders sigt.
- Der forventes fortsat medvind til globale aktier på 3-6 måneders sigt, men der er omvendt også allerede indpriset meget positivt i aktiemarkederne, hvilket gør dem mere sårbare overfor negative overraskelser.
- Vi fastholder ud fra en samlet vurdering af afkastmuligheder og risici en svag overvægt af globale aktier, svag undervægt af danske stats- og realkreditobligationer og en neutral vægt af europæiske virksomhedsobligationer.

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

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

Globale aktier har oplevet massiv medvind i 2024, og har pr. 3. december givet et afkast på 27,3% målt i DKK. Medvind der efter vores vurdering skal ses i lyset af flere forhold – herunder ikke mindst:

- Langt bedre end ventet vækst i USA, hvor mange ved årets start frygtede en recession
- Aftagende inflation
- Centralbanker der er begyndt at sænke styringsrenterne
- Store forventninger til mulighederne indenfor kunstig intelligens
- Forventning om at Donald Trump med republikansk flertal i begge af Kongressens kamre vil være positiv for amerikansk økonomi.

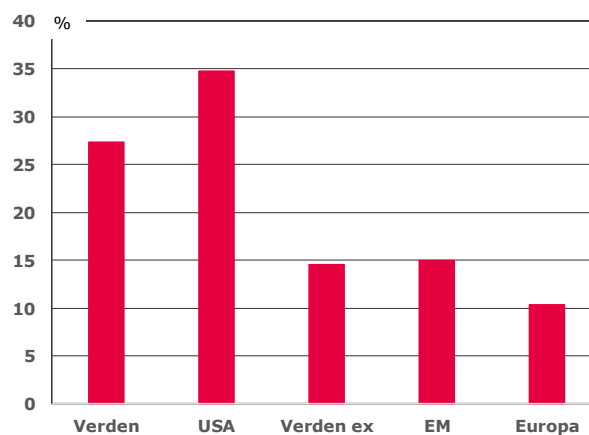
Medvinden til globale aktier dækker dog over ret store regionale forskelle (se figur 1). Forskelle som vi har set gennem stort set hele året, men som er blevet endnu mere udtalte efter det amerikanske præsidentvalg 5. november, og som blandt andet skal ses i lyset af punkt 1, 4 og 5 ovenfor.

Udsigt til et fortsat fornuftigt vækstbillede

Amerikansk vækst forventes i 2025 at gå en smule ned i vækstgear og nærme sig økonomiens "potentielle" vækstrate, mens Eurozonen forventes at gå en smule op i gear men forblive under økonomiens "potentielle" vækstrate –

se figur 2. I Kina forventes myndighederne at lykkes med at stabilisere væksten omkring de nuværende niveauer.

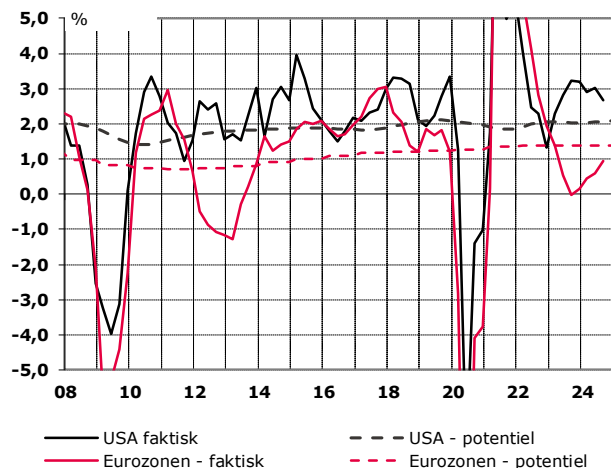
Figur 1: ÅTD afkast i DKK (pr. 3-12-24)



Mens risikobilledet i USA er nogenlunde balanceret, er der i Eurozonen og Kina større risiko for lavere end ventet vækst snarere end sandsynlighed for højere end ventet vækst. Et forhold der i høj grad relaterer sig til risikoen for, at Trump pålægger europæiske og kinesiske varer bredt funderede og betydelige tariffere. Mulighederne for bedre

end ventet vækst i USA relaterer sig specielt til mulighederne for positive væksteffekter af mindre regulering og potentielle skattelettelser. I modsat retning trækker risikoen for, at meget markante opstramninger i immigrationspolitikken og/eller større og bredt funderede tariffer medfører højere inflation og større usikkerhed, hvilket kan ramme amerikanske investeringer og ikke mindst privatforbrug.

Figur 2: Faktisk og potentiel vækst i Eurozonen og USA

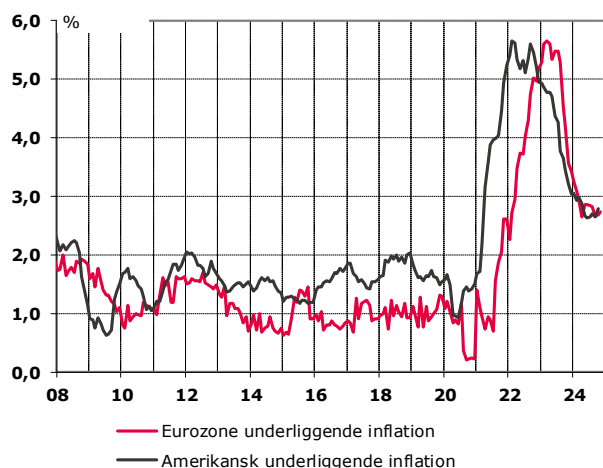


Langsommere fremskridt i inflationskampen

De fremskridt, som vi har set i centralbankernes kamp mod den høje inflation – se figur 3 – forventes at fortsætte i 2025 men specielt i USA formentligt i et noget langsommere tempo.

I både USA og Eurozonen er det specielt priserne på tjenesteydelser, der trækker op i den samlede inflation. Det er vores forventning, at svagt aftagende amerikansk vækst kombineret med et arbejdsmarked, der er kommet i stort set balance, vil lægge et svagt nedadgående pres på inflationen i USA. I Eurozonen er der formentligt ligeledes udsigt til aftagende løn- og inflationspres.

Figur 3: Underliggende inflation i Eurozonen og USA



Risikoen for at inflationen "bider" sig fast over centralbankernes mål om 2% inflation er størst i USA, hvor flere af Trumps foreslåede politikker vil være inflationære (herunder ikke mindst bredt funderede og større tariffer).

Centralbankernes kurs er klar men slutmålet ukendt

Både ECB og Fed er godt i gang med at sænke styringsrenterne. Det noget mere gunstige vækstbillede i USA end i Eurozonen kombineret med mere træghed i amerikansk end europæisk inflation vil efter vores vurdering medføre, at tempoet hvormed styringsrenterne sænkes vil være hurtigere i Eurozonen end i USA. Vi forventer således rentenedsættelser på hvert rentemøde i Eurozonen frem til og med juni 2025, hvor styringsrenten vil være 2,00%. I USA forventes kvartalsmæssige rentenedsættelser frem til og med 1. kvartal 2026, hvor styringsrenten vil være 3,00-3,25%.

Usikkerheden om hvor centralbankernes normalisering af pengepolitikken ender (det såkaldte neutrale renteniveau) er dog stor.

Kunstig intelligens – en joker

Der er næppe megen tvivl om, at udviklingen og anvendelsen af kunstig intelligens vil kunne have en positiv effekt på produktivitetsvæksten. Hvor stor effekten bliver, og hvornår vi for alvor ser denne effekt, er dog meget uklart.

Højere produktivitetsvækst vil kunne gavne aktiemarkedet i en bredere forstand. Indtil videre er det dog primært de første led i kæden, det vil sige chipproducenter (i høj grad Nvidia) og selskaber der er relateret til den infrastruktur, som er nødvendig for at bruge kunstig intelligens – herunder datacentre – der har nydt gavn af den store investorinteresse. Selskaber der primært er indenfor IT og Kommunikationssektorerne, der udgør ca. 40% af det amerikanske aktiemarked og kun godt 10% af det europæiske aktiemarked. Specielt fokus har været på en række amerikanske selskaber i form af de såkaldte "Magnificent 7" aktier (Nvidia, Apple, Amazon, Facebook, Tesla, Google og Microsoft), der nu er de 7 største selskaber i verden, og som tilsammen udgør ca. 20% af det samlede verdensindeks.

En koncentration, der medfører, at det samlede aktiemarked formentligt er mere følsomt overfor negative nyheder relateret til få selskaber, end det historisk har været tilfældet. Omvendt er det umiddelbart svært at se, at kunstig intelligens som tema skulle forsvinde fra de globale aktiemarkeders radar lige foreløbigt.

Trump – en stor usikkerhedsfaktor

Som nævnt ovenfor og som vi diskuterede i "Investeringsstrategi: Amerikansk valg – hvad nu? Vi fastholder svag overvægt aktier" fra 6. november, udgør Trump en væsentlig usikkerhedsfaktor for global økonomi og de finansielle

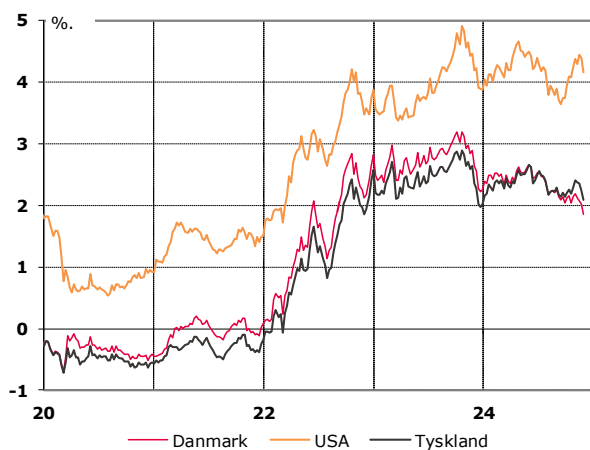
markeder. En usikkerhedsfaktor der relaterer sig til både hvilke politikker (og i hvilket omfang) Trump kan og vil forsøge at få gennemført samt i hvilken rækkefølge. For amerikansk økonomi er det således muligt at tegne både positive og negative vækst- og inflations-scenarier under Trump. For europæisk og kinesisk økonomi kan Trump være potentiel ret negativ. Det er med andre ord muligt at tegne både positive og negative scenarier for obligations- og aktiemarkederne under den kommende Trump administration.

Uændrede til lidt højere lange danske renter

Det er vores forventning, at det vækst- og inflationsbillede, som vi vurderer er mest sandsynligt, kombineret med udsigt til fortsatte rentenedsættelser fra Fed vil medføre, at den toneangivende 10-årige amerikanske statsrente på 3-6 måneders sigt vil være uændret til lidt lavere. Usikkerheden om hvilken politik Trump vil føre, samt usikkerheden om tempoet og slutmålet for Feds rentenedsættelser medfører dog betydelig usikkerhed om udsigterne for den 10-årige amerikanske statsrente.

Retningen for den 10-årige amerikanske statsrente udstikker over tid typisk også retningen for den 10-årige danske statsrente. En udvikling som vi i 2024 ikke har set udspille sig – se figur 4.

Figur 4: 10-årige statsrenter



Den amerikanske 10-årige statsrenter er således (pr. 3. december) steget 34bp i løbet af 2024 (til 4,22%), mens den 10-årige danske statsrente er faldet 47bp (til 1,80%). En udvikling der er endnu mere tankevækkende set i lyset af, at den 10-årige tyske statsrente i løbet af 2024 er steget 3bp og nu (stik imod hvad vi normalt ser) er højere end den 10-årige danske statsrente. Det er svært at give en entydig forklaring på denne udvikling og dermed også meget svært at vurdere, hvorvidt udviklingen er holdbar. Det er vores forventning, at vi de næste 3-6 måneder vil se uændret til lidt højere 10-årig dansk statsrente.

Et gunstigt økonomisk- og pengepolitisk aktiemiljø ...

Det vækst- og inflationsbillede samt de pengepolitiske udsigter, som vi forventer, er efter vores vurdering understøttende for risikofyldte aktiver – herunder specielt de globale aktiemarkeder. Der er i vores hovedscenario således udsigt til fortsat positiv indtjeningsvækst for globale selskaber og medvind fra et fortsat pengepolitisk fokus på at sænke styringsrenterne.

... men med flere snubletråde

Større og længerevarende nedture på de globale aktiemarkeder skyldes ofte, at amerikansk økonomi er på vej mod en recession, og at globale selskabers indtjening falder i større grad. Vi ser lav sandsynlighed for, at vi er på vej mod et sådant scenarie. Flere forhold kan dog være snubletråde for en fortsat fremgang på aktiemarkedet og kan medføre mindre og midlertidige tilbagefald.

Prisfastsættelsen af globale aktier målt ved PE-forhold (pris i forhold til indtjening) er til den dyre side – både absolut set og relativt til obligationer. Den dyre absolutte prisfastsættelse afspejler ret dyr prisfastsættelse af amerikanske aktier, mens fx europæiske aktier handler til tæt på historisk gennemsnitligt PE-forhold. Analytikernes indtjeningsforventninger synes desuden lidt til den høje side, ligesom mange investorer allerede har købt ind i historien om fortsat aktiemedvind. Hertil kommer et markeds-mæssigt ret entydigt fokus på de mulige positive aspekter af den kommende Trump administration. Der er med andre ord allerede indpriset meget positivt i aktiemarkedet, hvilket gør aktiemarkedet mere sårbart overfor negative overraskelser.

Udsigt til fortsat medvind til globale aktiemarkeder

Sådan negative overraskelser kan selvfølgelig altid komme. Nye signaler fra Trump (eller politiske begivenheder andre steder) er oplagte kandidater til negative overraskelser men er svære at forudsige.

Andre kandidater er selskabsspecifikke nyheder, økonomiske data, ændrede pengepolitiske signaler eller kraftige rentestigninger. Med et ret robust vækstbillede i USA, den seneste tids signaler fra centralbankerne, en veloverstået regnskabssæson og udsigt til uændrede til lidt lavere toneangivende 10-årig amerikanske statsrente er der efter vores vurdering formentligt ikke snarlig udsigt til negative overraskelser fra disse fronter.

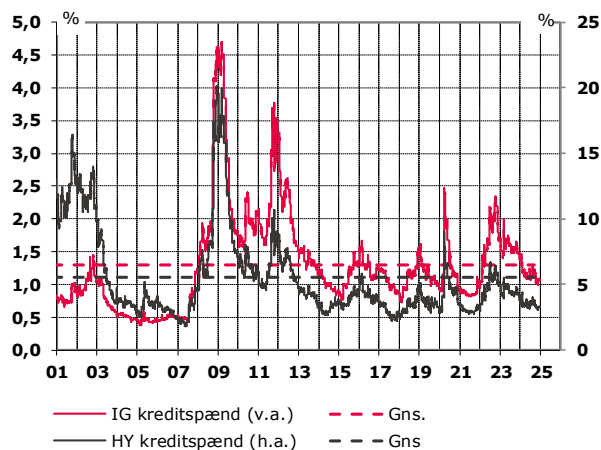
Det underliggende momentum på aktiemarkedet er desuden pt. ret stærkt, og det er vores forventning, at også de kommende 3-6 måneder vil byde på medvind til de globale aktiemarkeder.

Uændrede kreditspænd

Der er i det vækst-, inflations- og pengepolitiske scenarie, som vi finder mest sandsynlig, næppe udsigt til megen

medvind til europæiske virksomhedsobligationer fra hverken renteniveau eller kreditspænd. Med kreditspænd på henholdsvis 106bp og 325bp (pr. 3. december) for europæiske IG og HY-obligationer – se figur 5 – er der derfor formentligt udsigt til positive men ikke prangende merafkast på europæiske virksomhedsobligationer set i forhold til danske stats- og realkreditobligationer. Viser det europæiske vækstbillede sig væsentligt svagere end ventet, vil den medvind, der i så fald må forventes at komme fra lavere grundlagsrenter, meget vel blive mere end opvejet af højere kreditspænd.

Figur 5: Europæiske kreditspænd

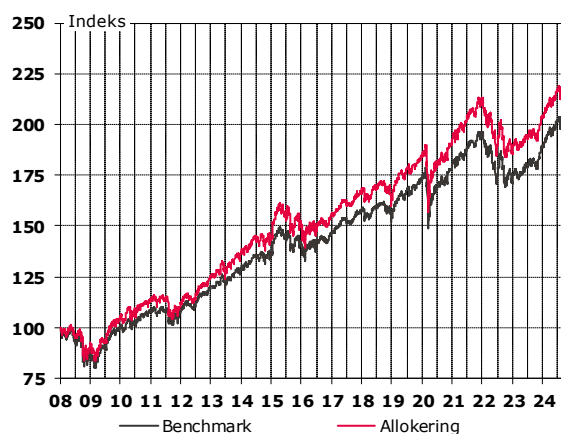


Taktisk aktivallokering

Vi vælger ud fra en samlet vurdering af afkastmuligheder og risici at fastholde en svag overvægt i globale aktier, svag undervægt i danske stats- og realkreditobligationer og neutral vægt i europæiske virksomhedsobligationer.

Figur 6: Afkast og performance

Afkast pr. 03-12-2024	Siden	
	05-11-2024	År til dato
Allokering	3,8%	13,4%
Benchmark	3,6%	13,4%
Aktier	6,8%	27,3%
Obligationer	1,4%	4,6%
Stats- og realkreditobligationer	1,7%	4,5%
Virksomhedsobligationer	1,4%	6,4%



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, 5. december 2024, kl. 14:16

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.