

Fastholder aktier og obligationer på neutral vægt

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

- Vores økonomiske hovedscenarier (det mest sandsynlige scenarier) er uændret. Vi forventer generelt aftagende inflation, bedring i europæisk økonomi, aftagende fremgang i amerikansk økonomi samt udsigt til gradvise rentenedsættelser fra centralbankerne i både USA og Eurozonen.
- De lange statsrenter forventes at være uændrede til lidt lavere på 3-6 måneders sigt understøttet af aftagende inflation og udsigt til, at også den amerikanske centralbank snart kommer i gang med at sænke styringsrenten. Kreditspændene forventes at være uændrede til lidt lavere.
- Den meget kraftige optur på aktiemarkedet har i høj grad været drevet af et stort fokus på potentialet i udbredelsen af kunstig intelligens, hvilket medfører, at udsigterne for aktiemarkedet ikke kun er meget afhængige af den økonomiske udvikling men også af udviklingen i få store teknologiske selskaber. Analytikernes indtjeningsforventninger synes til den optimistiske side og prisfastsættelsen til den dyre side. Kombineret med en generel optimistisk stemning og en allerede kraftig eksponering mod aktier hos mange investorer medfører dette en øget sårbarhed overfor negative nyheder. Vi forventer stort set sidelæns til svagt stigende aktiemarkeder på 3-6 måneders sigt.
- Vi vælger ud fra en samlet vurdering af afkastmuligheder og risici at fastholde en neutral vægt til både aktier, virksomhedsobligationer og stats-/realkreditobligationer.

Anbefalet aktivallokering	Før	Nu
Aktier	Neutral vægt	Neutral vægt
Obligationer	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

Den seneste tids udvikling i de økonomiske nøgletal samt rentemøder i centralbankerne i både USA (Fed) og Eurozonen (ECB) har generelt været understøttende for vores økonomiske hovedscenarier, det vil sige den mest sandsynlige udvikling i vækst, inflation og pengepolitik.

Aftagende inflation men med bump undervejs

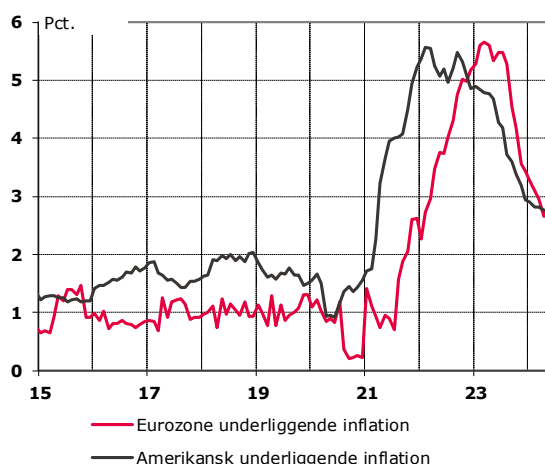
Vi ser fortsat tegn på at inflationen er aftagende i både Eurozonen og USA. Den underliggende inflation (se figur 1) er dog stadig et godt stykke over centralbankernes målsætning om 2 pct. inflation. Det er vores forventning, at der er udsigt til gradvist aftagende inflation fremadrettet. Den seneste tids højere end ventede løndata ud af Eurozonen, endnu et fald i arbejdsløshedsraten i Eurozonen og en mindre stigning i maj måneds foreløbige kerneinflation i Eurozonen er dog vigtige påmindelser om, at den sidste del af rejsen tilbage mod 2 pct. inflation formentligt vil tage et godt stykke tid og byde på bump undervejs.

Eurozonen op i gear og USA ned i gear

Vækstmæssigt ser vi flere tegn på, at europæisk økonomi er på vej op i gear og amerikansk økonomi er på vej ned i gear. Det er fortsat vores forventning, at vi vil se tiltagende (men fortsat kun moderat) vækst i Eurozonen og aftagende

men stadig positiv vækst i USA, hvor specielt privatforbruget forventes at gå betydeligt ned i gear efter et meget stærkt 2024.

Figur 1: Underliggende inflation i Eurozonen og USA



Aftagende pengepolitisk modvind

De længe ventede rentenedsættelser fra centralbankernes side er så småt begyndt. I Eurozonen så vi ECB sænke styringsrenten med 25bp på rentemødet i juni. I USA holdt Fed styringsrenten uændret men Fed indikerer fortsat, at styringsrenten formentligt vil blive sænket senere på året. Det

er stadig vores forventning, at både ECB og Fed sænker styringsrenten med 25bp på rentemøderne i september og december samt med yderligere 25bp hvert kvartal i 2025. Sandsynligheden for at rentenedsættelserne kommer til at ske i et lidt langsommere tempo vurderes dog at være større end sandsynligheden for, at centralbankerne sænker styringsrenterne hurtigere end forventet. Det er endvidere vigtigt at huske på, at pengepolitikken i både USA og Eurozonen efter alt at dømme vil forblive vækst- og inflationsdæmpende gennem hele 2025. Modvinden fra pengepolitikken vil dog gradvist aftage i takt med, at centralbankerne sænker styringsrenterne ned mod ca. 2 pct. i Eurozonen og ca. knap 3 pct. i USA.

Økonomiske og geopolitiske risici

Der er, som det altid er tilfældet, en del økonomiske og geopolitiske risici. På den økonomiske front er det værd at bemærke risikoen for, at inflationen kommer til at falde langsommere end ventet som følge af fortsat høj lønvækst i både USA og Eurozonen. Omvendt er der også en risiko for, at den afmatning, som vi forventer og allerede ser tegn på i amerikansk økonomi (herunder arbejdsmarkedet), bliver kraftigere end ventet og sætter gang i en negativ spiral, der ender med en større økonomisk nedtur (en såkaldt recession). Risikoforhold som vi holder godt øje med, men som vi ikke aktuelt tillægger stor sandsynlighed.

En positiv risikofaktor på den økonomiske front er muligheden for, at kunstig intelligens vil give et meget kraftigt løft til produktivitetsvæksten, og at vi relativt hurtigt begynder at se klare og bredt funderede tegn på dette i økonomien. En sådan stigning i produktivitetsvæksten vil ikke alene løfte væksten men vil også give en hjælpende hånd i inflationskampen. Det er dog så godt som umuligt at forudsige, hvor meget og hurtig kunstig intelligens vil løfte produktivitetsvæksten. Rent pengepolitisk vil en betydelig stigning i produktivitetsvæksten formentligt medføre en stigning i det såkaldte neutrale renteniveau, det vil sige det renteniveau, hvor pengepolitikken hverken stimulerer eller bremser den økonomiske aktivitet og inflationen.

På den geopolitiske front holder vi skarpt øje med situationen i Mellemøsten, krigen i Ukraine, handelsmæssige spændinger mellem Kina og USA (og Eurozonen) samt det fornyede (negative) fokus på Europa ovenpå Macrons beslutning om at udskrive valg. Disse geopolitiske forhold udgør dog aktuelt ikke en større trussel mod vores økonomiske hovedscenarier.

Uændrede til lidt lavere lange statsrenter

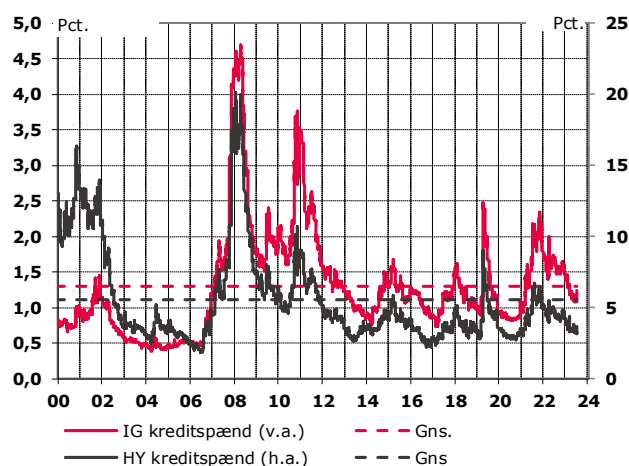
Udsigten til fortsatte rentenedsættelser i ECB og kommende rentenedsættelser i USA forventes at lægge et nedadgående pres på både korte og lange statsrenter. Potentialet for fald i de lange renter begrænses dog af de store budgetunderskud og den høje gæld, som vi ser mange steder, samt de vækst- og inflationsudsigter, som vi forventer

i vores hovedscenarier. Omvendt tilbyder de lange statsrenter en relativ god forsikring i tilfælde af, at vækstbilledet bliver svagere, end vi forventer. Vi forventer fortsat uændrede til lidt lavere lange statsrenter på 3-6 måneders sigt.

Stort set uændrede kreditspænd

Kreditspændene på europæiske virksomhedsobligationer er den seneste tid steget en smule i kølvandet på det negative fokus på Europa ovenpå Macrons beslutning om at udskrive parlamentsvalg i Frankrig. Det er ikke vores forventning, at situationen i Frankrig vil udløse en større nedtur for europæiske virksomhedsobligationer. Vores makroøkonomiske hovedscenarier med svag til moderat vækst og uændrede til lavere statsrenter tilsiger heller ikke en stigende andel misligholdelser og deraf afledte stigninger i kreditspændene. Omvendt er der næppe udsigt til større fald i kreditspændene, som allerede er til den lave side set i forhold til det historiske gennemsnit (se figur 2). Vi forventer uændrede til lidt lavere kreditspænd på 3-6 måneders sigt.

Figur 2: Europæiske kreditspænd

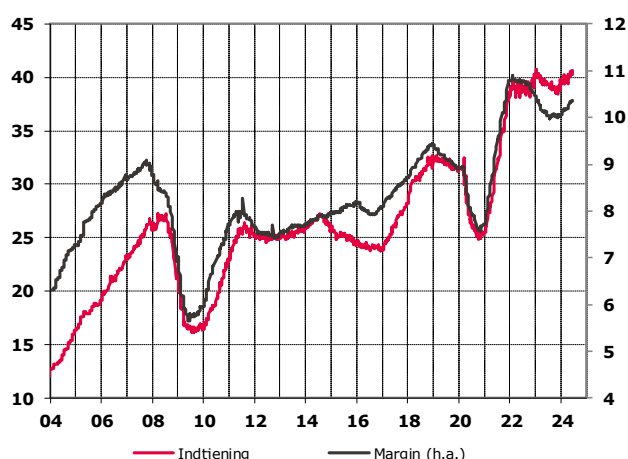


Aktier – medvind fra kunstig intelligens

Efter en kort og ret begrænset nedtur i starten af april, er opturen for globale aktier fortsat. Drivkræfterne har været en kombination af stigende indtjening (EPS) og højere prisfastsættelse (PE-forhold). Sidstnævnte vel og mærke på trods af stigende lange statsrenter gennem året, hvilket isoleret set burde trække i retning af billigere prisfastsættelse af aktiemarkedet.

På indtjeningssiden er fremgangen specielt kommet som følge af højere overskudsgrader (den andel af omsætningen der aflejres som profit) snarere end øget omsætning. Selvom det bestemt ikke kan udelukkes, at overskudsgraderne kan stige yderligere, synes det dog efter vores vurdering mere sandsynligt, at overskudsgraderne, der allerede er meget høje (se figur 3), vil forblive uændrede eller falde.

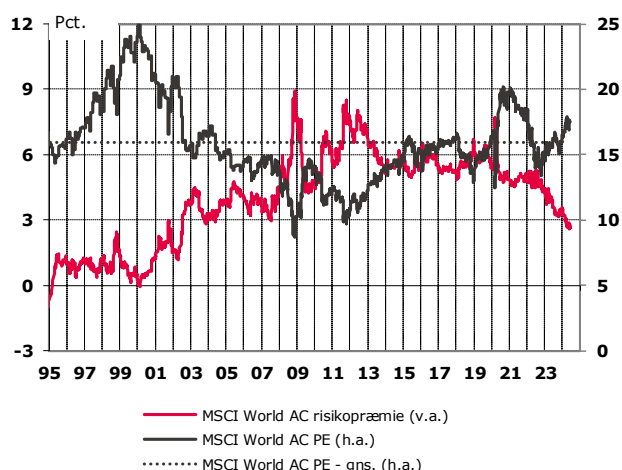
Figur 3: Globale aktier - margin (i pct.) og EPS (i USD)



Med udsigt til relativ begrænset omsætningsvækst i det vækst- og inflationsscenario, som vi forventer, er der næppe udsigt til megen medvind fra indtjeningssiden.

Rent prisfastsættelsesmæssigt er aktier (både absolut og relativt til obligationer) prisfastsat til den dyre side (se figur 4).

Figur 4: PE og risikopræmie - globale aktier



Dette vel og mærke på baseret på indtjeningsforventninger, der er til den optimistiske side. Som vi så gennem 2023 kan dyr prisfastsættelse dog sagtens blive endnu dyrere. Dette specielt når det dominerende markedstema, nemlig kunstig intelligens, potentielt kan bidrage til væsentlige produktivitetstigninger, der kan løfte væksten og virksomhedernes indtjening. Usikkerheden om både omfang og timing af et muligt løft til produktivitetsvæksten er dog meget stor. Tilsammen betyder disse forhold, at udsigterne for det samlede aktiemarked ikke kun er følsomt overfor ændringer i rente-, vækst- og inflationsudsigterne men også er meget følsom overfor udmeldinger fra nogle få meget store teknologiselskaber, der er meget eksponeret mod udviklingen indenfor udrulningen af kunstig intelligens. Dette

både i form af positive udmeldinger, som vi har set i forbindelse med de seneste regnskabssæsoner, men selvfølgelig også i form af eventuelle skuffende udmeldinger. Værd at nævne i denne henseende er især Nvidia, Google og Microsoft, der tilsammen udgør knap 20 pct. af det toneangivende amerikanske S&P500 aktieindeks, og som i år har stået for ca. halvdelen af afkastet for det samlede S&P500 indeks.

Som aktieinvestor er det desuden vigtigt at være opmærksom på, at mange investorer (både private og større såkaldte institutionelle investorer) allerede har en meget stor eksponering mod aktiemarkedet og relativt lave konstantbeholdninger. Kombineret med en generelt ret positiv stemning på aktiemarkedet kan dette isoleret set medføre, at aktiemarkedet vil være mere sårbart overfor negative nyheder end normalt. Risikoen for en større og længerevarende nedtur på aktiemarkedet betragter vi som relativt begrænset. Sådanne større og længerevarende nedture er således typisk forbundet med større fald i virksomhedernes indtjening. Et scenario, der næppe udspiller sig i vores økonomiske hovedscenarier.

På den positive front vil rentenedsættelser fra Fed og fallende lange statsrenter, hvis disse kommer på baggrund af aftagende inflation fremfor en svækkelse af arbejdsmarkedet, kunne give medvind til aktiemarkedet.

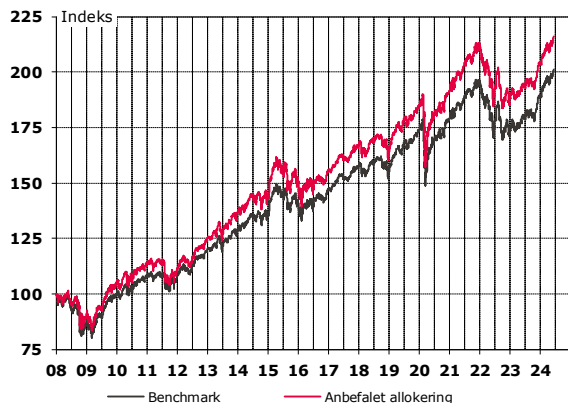
Vi forventer stort set sidelæns til svagt stigende aktiemarkeder på 3-6 måneders sigt.

Taktisk aktivallokering

Vi vælger ud fra en samlet vurdering af afkastmuligheder og risici at fastholde en neutral vægt til både aktier, virksomhedsobligationer og stats-/realkreditobligationer.

Figur 5: Afkast og performance

Afkast pr.	Siden	
17-06-2024	05-03-2024	År til dato
Anbefalet allokering	3,4%	5,7%
Benchmark	3,4%	6,0%
Aktier	7,4%	14,5%
Obligationer	0,7%	0,5%
Stats- og realkreditobligationer	0,5%	0,0%
Virksomhedsobligationer	1,1%	1,4%

**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, 19. juni 2024, kl. 11:59

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.