INVESTERINGSSTRATEGI

Aktivallokering: 3-6 måneders horisont

Investeringskomitéen

Markedsføringsmateriale

7. marts 2024

Aftagende risiko for recession – neutral vægt aktier

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

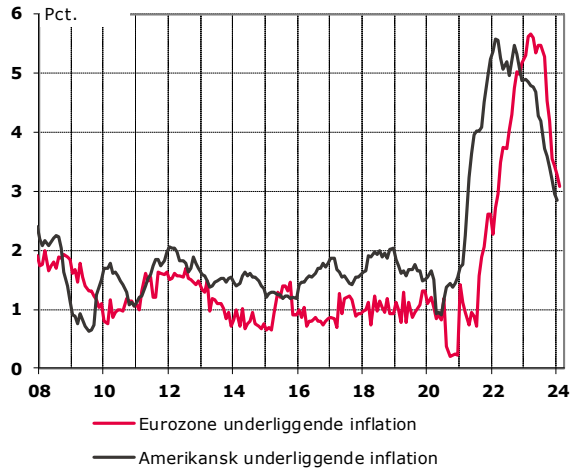
- Den seneste tid har budt på fortsatte fremskridt i kampen mod den høje inflation samtidig med, at vækstbilledet ikke er blevet forværret. På det seneste har vi desuden set tegn på bedring i global industri, der har været under pres gennem længere tid. Vi lægger mere og mere afstand til de seneste renteforhøjelser fra centralbankerne i Eurozonen (ECB) og USA (Fed) og kan nu formentligt snart se frem til gradvise rentenedsættelser. Risikoen for, at centralbankernes kamp mod den høje inflation ender ud med en større økonomisk nedtur (en recession), er efter vores vurdering aftaget. Det er fortsat vores hovedscenario, at der i 2024 er udsigt til gradvis aftagende inflation, svag (men dog positiv) vækst og gradvise rentenedsættelser fra både ECB og Fed.
- Vi forventer uændrede til lidt lavere lange statsrenter og uændrede kreditspænd på 3-6 måneders sigt.
- Den seneste tids regnskaber tyder på, at det nedadgående pres på virksomhedernes marginer (den andel af omsætningen der aflejres som profit) er stoppet, og risikoen for større fald i virksomhedernes indtjening vurderes nu at være mindre end tidligere. Vi forventer nulvækst til svag positiv vækst i virksomhedernes indtjening i 2024. Aktier er dyrt prisfastsat i forhold til obligationer, og der er næppe mere medvind at hente fra prisfastsættelsesfronten. Vi forventer sidelæns aktiemarkeder på 3-6 måneders sigt, men risikobilledet er mere balanceret end tidligere.
- Ud fra en samlet vurdering af afkastmuligheder og risici ændrer vi vores anbefalede aktivallokering fra svag undervægt aktier til neutral vægt aktier. Virksomhedsobligationer ændres samtidigt fra svag overvægt til neutral vægt.

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

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

Med underliggende inflation (såkaldt kerneinflation der ser bort fra udviklingen i priserne på energi og fødevarer) på 2,8 pct. i USA og 3,1 pct. i Eurozonen, har centralbankerne i Eurozonen (ECB) og USA (Fed) opnået markante fremskridt i kampen for at bringe inflationen tilbage til 2 pct. – se figur 1. Fremskridt der vel og mærke er kommet uden at centralbankernes markante renteforhøjelser gennem 2022 og ind i 2023 har sendt økonomierne til tælling.

Figur 1: Underliggende inflation i Eurozonen og USA

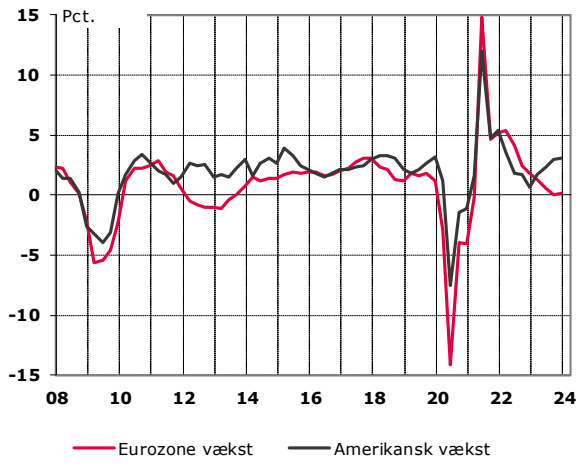


I Eurozonen har vi set stort set stilstand i den økonomiske aktivitet men robuste stigninger i beskæftigelsen og fortsat historisk lav arbejdsløshedsrate. I USA har væksten været overraskende stærk, ligesom arbejdsmarkedet er forblevet stærk – se figur 2. Økonomierne – og specielt den amerikanske økonomi – har således været væsentligt mere robuste overfor de markante renteforhøjelser end ventet. På det seneste har vi desuden set tegn på, at global industri, der har været presset siden 2022, er begyndt at vise tegn på bedring.

Lavere risiko for recession

Den økonomiske modvind fra Fed og ECBs seneste renteforhøjelser i henholdsvis juli og september 2023 er aftagende, og der er ifølge den seneste tids signaler fra både ECB og Fed udsigt til rentenedsættelser senere på året – formentligt allerede startende på rentemøderne i juni. Risikoen, for at centralbankernes kamp mod den høje inflation vil resultere i en større økonomisk nedtur (en såkaldt recession), er med andre ord aftaget, ligesom sandsynligheden for, at det lykkes at få bragt inflationen tilbage til 2 pct. uden en større vækstafmatning er øget.

Figur 2: År-år vækst i Eurozonen og USA



Udsigt til svag vækst og aftagende inflation

Det er fortsat vores vurdering, at det er nødvendigt med en periode med en vis svækkelse af arbejdsmarkedet og lav (men dog positiv vækst) for at få bragt inflationen tilbage til 2 pct. på mere vedvarende basis. Det er ligeledes vores forventning, at vi står overfor en sådan vækstafmatning, og at vi kommer til at se fortsat (men kun gradvis) aftagende inflation. Risikobilledet (på specielt vækstfronten) er dog blevet mere balanceret.

Gradvise rentenedsættelser

Fortsatte tegn på fremskridt i inflationskampen kombineret med svag (men positiv) vækst forventes at understøtte gradvise rentenedsættelser fra både ECB og Fed startende omkring sommeren 2024.

Det er i denne henseende vigtigt at huske på, at både ECB og Fed anser den nuværende pengepolitik for at være vækstdæmpende, og at der normalt går et godt stykke tid fra, at centralbankerne ændrer pengepolitikken, og til at vi ser en effekt på vækst og inflation. Centralbankerne ønsker derfor at begynde at "normalisere" pengepolitikken, det vil sige sænke styringsrenterne tilbage mod et niveau (det neutrale renteniveau), der hverken dæmper eller stimulerer den økonomiske aktivitet, når de er tilpas komfortable med, at vi er godt på vej mod inflation på 2 pct.

Centralbankernes store dilemma er dog, at der er enorm usikkerhed om både, hvad det neutrale renteniveau er, og hvor lang tid der går fra et pengepolitikken ændres, og indtil vi ser den fulde effekt på vækst og inflation.

Kunstig intelligens og produktivitetsvækst: En joker

En væsentlig joker på vækst- og inflationsfronten og dermed også i forhold til de pengepolitiske udsigter er udviklingen i produktivitetsvæksten, det vil sige udviklingen i, hvor meget der kan produceres pr. arbejdet time.

Produktivitetsvæksten har stor betydning for det underliggende vækstpotentiale i økonomien, hvor meget lønningerne kan stige uden at generere inflation samt det neutrale niveau for centralbankernes styringsrenter. Produktivitetsvæksten er dog svær at måle, og det er uhyre svært at forudsige ændringer i produktivitetsvæksten.

Det må dog forventes, at udbredelsen af kunstig intelligens vil øge produktivitetsvæksten. Hvor stor effekten bliver, og hvornår vi ser den fulde effekt, er dog enormt usikkert. Dette kompliceres af, at der også er andre forhold, der aktuelt trækker ned i produktivitetsvæksten, ligesom vi de fleste steder oplever vækstmæssig modvind fra den demografiske udvikling.

Udsigt til uændrede til lavere lange statsrenter

Efter meget store fald i de lange statsrenter (renterne på lange statsobligationer) i slutningen af 2023 efterfulgt af pæne stigninger i starten af 2024, har vi siden midten af februar igen set faldende lange statsrenter. De lange statsrenter ligger dog stadig over de niveauer, som vi startede året med. Renteændringer der i høj grad kan tilskrives ændringer i de finansielle markeders forventninger til udsigterne for amerikansk pengepolitik.

Det er vores vurdering, at markedet pt. indpriser realistiske forventninger til de pengepolitiske udsigter i både USA og Eurozonen, hvilket sammen med de vækst- og inflationsudsigter, som vi forventer, formentligt vil medføre uændrede til lidt lavere lange statsrenter på 3-6 måneders sigt.

Udsigt til stort set uændrede kreditspænd

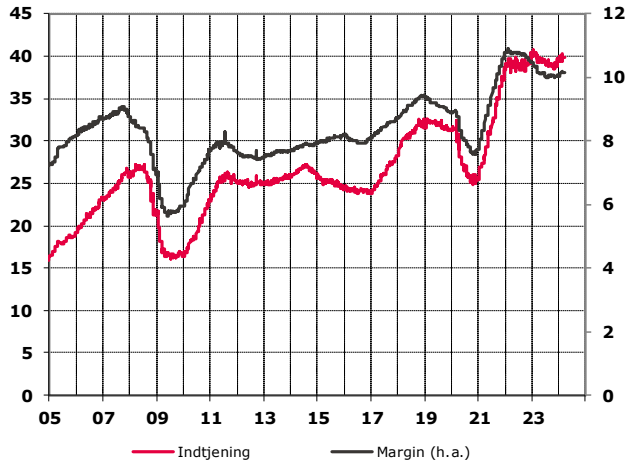
Kreditspændende (merrenten på virksomhedsobligationer i forhold til statsobligationer) er mindsket siden vores seneste møde, hvilket har medført rigtigt pæne afkast på virksomhedsobligationer. Det er fortsat vores vurdering, at de vækstudsigter, som vi forventer, vil understøtte lave misligholdelsesrater, og at vi på 3-6 måneders sigt formentligt vil se stort set uændrede kreditspænd.

Mere balanceret risikobillede på indtjeningsfronten

De vækst- og inflationsudsigter, som vi forventer, tilsiger nul- til svag positiv indtjeningsvækst på globalt plan.

Risikoen på indtjeningsfronten vurderes nu at være mere balanceret end tidligere. Dette skyldes mindre risiko for en recession og tegn på, at det nedadgående pres på selskabernes marginer (den andel af omsætningen der aflejres som profit), som vi har set gennem store dele af 2023, tilsyneladende er ophørt – se figur 3.

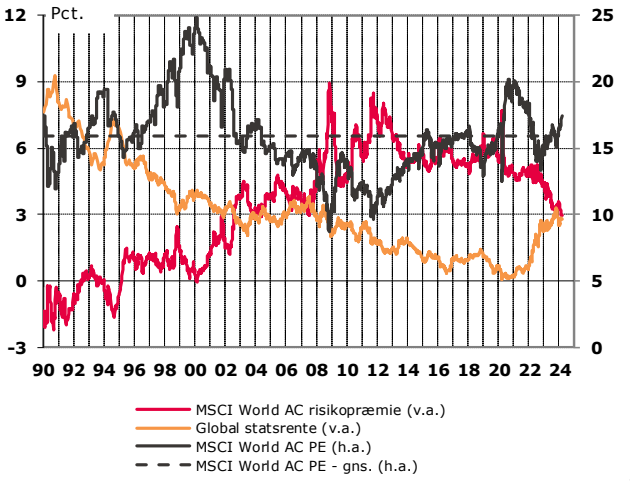
Figur 3: Globale aktier - margin (i pct.) og EPS (i USD)



Aktier fortsat dyrt prisfastsat i forhold til obligationer

Den absolutte prisfastsættelse (målt ved PE-forhold) af globale aktier er højere end normalt men stadig langt fra de høje niveauer, som vi fx så i forbindelse med dot-com boblen. Den relative prisfastsættelse af aktier relativt til obligationer (den såkaldte risikopræmie) peger dog fortsat på dyrt prisfastsatte aktier – i hvert fald når de seneste 20 års historik bruges som referencepunkt – se figur 4.

Figur 4: PE og risikopræmie - globale aktier



Stor geopolitisk usikkerhed – herunder vigtige valg mange steder rundt om i verden i løbet af 2024, spændinger mellem Kina og USA, uro i Mellemøsten og krigen i Ukraine – tilsiger (efter vores vurdering) isoleret set en højere risikopræmie. Kombineret med stemningsindikatorer, der peger i retning af, at de fleste investorer allerede er ret optimistiske, er der således snarere udsigt til mod- end medvind fra prisfastsættelsen.

En væsentlig joker er dog muligheden for, at kunstig intelligens vil forbedre produktivitetsvæksten markant og dermed løfte virksomhedernes indtjeningsmuligheder mere strukturelt. Der er ingen tvivl om, at dette tema har spillet en væsentlig rolle bag de store aktiekursstigninger, som vi har set gennem dele af 2023 og ind i 2024. Som nævnt tidligere er det uhyre svært at spå om, hvor meget og hvornår kunstig intelligens vil løfte produktivitetsvæksten. Der er dog bestemt en mulighed for, at dette tema fortsat vil kunne løfte prisfastsættelsen af aktiemarkedet og dermed også medføre aktiemedvind fremadrettet.

Udsigt til sidelæns aktiemarkeder

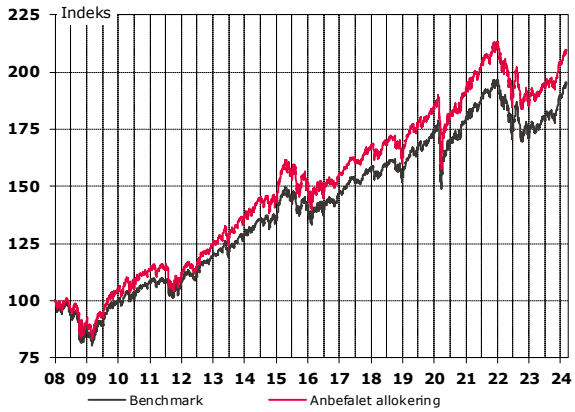
Samlet set er det fortsat vores forventning, at aktiemarkedet vil bevæge sig stort set sidelæns over de kommende 3-6 måneder. Risikobilledet er dog blevet mere balanceret siden vores seneste udmelding i slutningen af november.

Neutral vægt aktier og obligationer

Der er i vores hovescenario fortsat udsigt til uændrede til lidt lavere lange statsrenter, stort set uændrede kreditspænd og globale aktiemarkeder, der formentligt bevæger sig stort set sidelæns. Den mindre risiko for en ny recession medfører dog et mere balanceret risikobillede for aktiemarkedet end tidligere forventet. Set i det lys vælger vi ud fra en samlet vurdering af afkastmuligheder og risici at anbefale en neutral vægt på både aktier, stats- og realkreditobligationer samt virksomhedsobligationer.

Figur 5: Afkast og performance

Afkast pr. 05-03-2024	Siden 24-11-2023	År til dato
Anbefalet allokering	5,8%	2,2%
Benchmark	6,1%	2,5%
Aktier	11,0%	6,6%
Obligationer	2,9%	-0,2%
Stats- og realkreditobligationer	3,0%	-0,5%
Virksomhedsobligationer	4,0%	0,2%



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, 7. marts 2024, kl. 15:26

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.