

Svag overvægt aktier og svag undervægt stats-/realkreditobligationer

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

- Vi har de seneste måneder set de finansielle markeder skifte fokus fra risikoen for, at inflationen vil forblive for høj, til risikoen for at det amerikanske arbejdsmarked og den amerikanske økonomi mere generelt er på vej til at blive svækket for meget. Et skift i fokus, som vi også har set hos den amerikanske centralbank (Fed), der på rentemødet i september sænkede renten mere end ventet og signalerer et stort fokus på at undgå, at arbejdsmarkedet svækkes for meget. I Kina har vi set flere markante tiltag rettet mod at stimulere væksten, og også i Eurozonen er centralbanken (ECB) i gang med at sænke renten.
- Det er fortsat vores vurdering, at det mest sandsynlige økonomiske scenario er en kontrolleret vækstafmatning i USA og positiv men ikke prangende vækst i Eurozonen. Begge steder forventes inflationen at aftage yderligere og tillade både Fed og ECB at fortsætte med at sænke renterne. Det væsentligste risikoscenario er en hårdere end ventet opbremsning på det amerikanske arbejdsmarked eller tegn på tiltagende inflation – fx på grund af geopolitiske forhold. Det amerikanske valg til november er en betydelig joker, som kan medføre øget volatilitet.
- Vi forventer, at de kommende 3-6 måneder vil byde på stort set uændrede til lidt lavere lange statsrenter. De lange statsrenter indpriser efter vores vurdering således i store træk det vækst- og inflationsbillede samt de pengepolitiske udsigter, som vi forventer. Kreditspændene tilbyder et pænt men ikke prangende merafkast i forhold til stats-/realkreditobligationer og forventes at være stort set uændrede over de kommende 3-6 måneder.
- Der er efter vores vurdering udsigt til positiv indtjeningsvækst for globale aktier. Prisfastsættelsen af globale aktier er fortsat til den dyre side men vil næppe være en forhindring for, at positiv indtjeningsvækst, tegn på at vi er i gang med en kontrolleret opbremsning i amerikansk økonomi samt fortsatte pengepolitiske lempelser vil medføre positive vinde på de globale aktiemarkeder.
- Vi vælger ud fra en samlet vurdering af afkastmuligheder og risici at ændre vores neutrale vægt på både aktier, stats-/realkreditobligationer og virksomhedsobligationer til svag overvægt aktier, svag undervægt stats-/realkreditobligationer og neutral vægt virksomhedsobligationer.

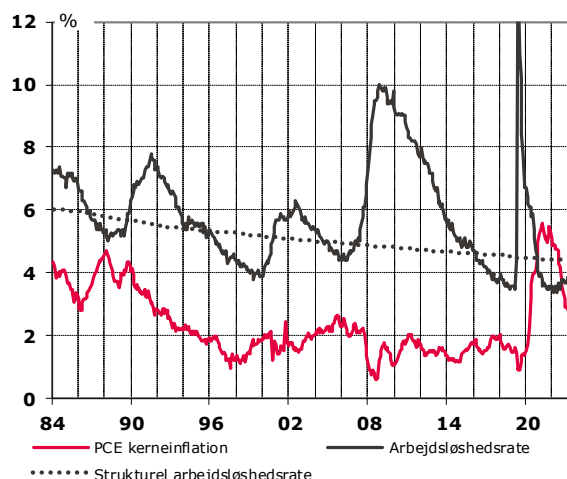
Anbefalet aktivallokering	Før	Nu
Aktier	Neutral vægt	Svag overvægt
Obligationer	Neutral vægt	Svag undervægt
Stats- og realkreditobligationer	Neutral vægt	Svag undervægt
Virksomhedsobligationer	Neutral vægt	Neutral vægt

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

Fra inflations- til vækstfokus

Vi har de seneste måneder set de finansielle markeder skifte fokus fra risikoen for, at inflationen vil forblive for høj, til risikoen for at det amerikanske arbejdsmarked og den amerikanske økonomi mere generelt er på vej til at blive svækket for meget. Et skift i fokus, der er kommet sideløbende med, at de amerikanske inflationsdata har vist fortsat gode takter samtidigt med, at en række amerikanske arbejdsmarkedsdata peger på, at det amerikanske arbejdsmarked relativt hurtigt har bevæget sig fra at være delvist overophedet til nu at være ret balanceret – se figur 1. En udvikling der også har resulteret i, at den amerikanske centralbank (Fed) på rentemødet 18. september sænkede renten med 50bp. En rentenedsættelse der var større end de 25bp, som de fleste økonomer havde forventet, og som efter vores vurdering skal tolkes som om, at Fed er bekymret for at have en for stram (vækst- og inflationsdæmpende) pengepolitik.

Figur 1: Amerikansk inflation og arbejdsløshedsrate



Feds fokus på at gøre pengepolitikken mindre vækstdæmpende ses også hos en lang række andre centralbanker – herunder i Eurozonen, hvor ECB har sænket renten med to gange 25bp. Også i Kina har vi set pengepolitiske tiltag i form af bl.a. rentenedsættelser. Pengepolitiske tiltag der er blevet suppleret med andre tiltag bl.a. rettet mod at gøre banksektoren mere robust, understøtte det hårdt trængte boligmarked og understøtte aktiemarkedet. Vi ser med andre ord tiltag rettet mod at mindske vækstmodvinden/støtte væksten i både USA, Eurozonen og Kina.

Uændret hovedscenarion: Blød landing ...

Som investorer er det vigtige spørgsmål derfor nu, om disse tiltag forhindrer inflationen i at nå helt tilbage til 2%, om tiltagene er rettidig omhu for at sikre at inflationen når tilbage til 2% uden at den økonomiske aktivitet lider større overlast (en blød landing) eller om tiltagene kommer for sent i forhold til at undgå en negativ spiral, der ender ud i en større økonomisk nedtur (en såkaldt recession)?

Vores bedste bud er fortsat, at det mest sandsynlige scenarion er en blød landing. Det er således vores vurdering, at vi pt. er vidne til en kontrolleret opbremsning på det amerikanske arbejdsmarked som følge af færre nyansættelser men uden en større stigning i antallet af afskedigelser. En sådan kontrolleret opbremsning vil efter vores vurdering medføre fortsat positiv (men aftagende) vækst i det amerikanske privatforbrug og den amerikanske økonomi mere generelt. Disse forhold forventes også at resultere i, at amerikansk inflation formentligt når helt tilbage til 2% omkring udgangen af 2025. Et scenarion som efter vores vurdering indebærer, at Fed sænker renten med 25bp på hvert rentemøde frem til og med juli 2025, hvor renten vil være 3,00-3,25%.

I Kina forventes væksten at ende tæt på myndighedernes mål om vækst tæt på 5%. De kinesiske myndigheder forventes at annoncere yderligere tiltag, hvis de netop annoncerede tiltag ikke er tilstrækkelige.

En stabilisering af vækstbilledet i Kina og deraf udsigt til øget fremgang i global industri kombineret med solid vækst i de disponible indkomster og høj opsparingsrate forventes at understøtte fortsat – om end kun moderat – fremgang i Eurozonen. Inflationen forventes at aftage gradvist og understøtte fortsatte rentenedsættelser fra ECB – formentligt i form af 25bp pr. kvartal frem til og med december 2025, hvor indlånsrenten vil være 2,25%.

... men med risici på både vækst- og inflationsfronten

Der er som altid muligheder for, at den økonomiske udvikling kan være både mere eller mindre gunstig end det forventede. Det er vores vurdering, at risikoen, for at væksten bliver svagere end ventet på grund af en negativ spiral

på arbejdsmarkedet, er større end sandsynligheden for, at væksten bliver højere end forventet.

Det amerikanske valg den 5. november er desuden en betydelig risikofaktor, som dog er uhyre svær at kvantificere, og som nemt kan medføre øget volatilitet. Der er således ikke alene stor usikkerhed om, hvem der vinder præsidentvalget, og hvem der får flertallet i Kongressens to kamre, men også stor usikkerhed om de økonomiske effekter af de foreslåede tiltag, som både Harris og Trump er kommet med (herunder skattepolitik, offentlige udgifter og støtteprogrammer, tariffier og immigration). Fælles for både Trump og Harris er dog, at deres foreslåede politikker formentligt vil resultere i øgede budgetunderskud og øget gældsætning.

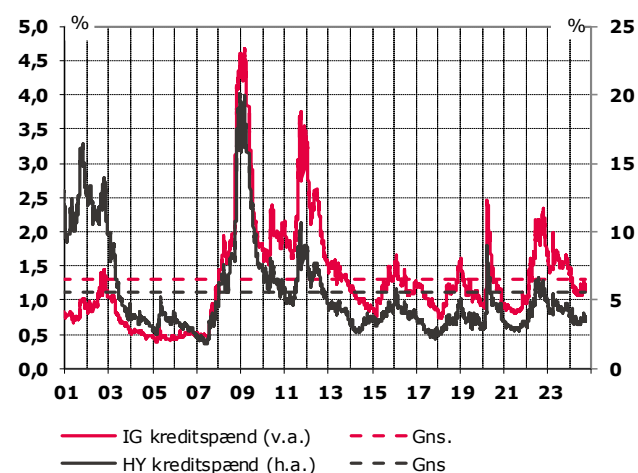
Uændrede til lidt lavere lange statsrenter ...

De rentenedsættelser fra både ECB og Fed, som vi forventer, er allerede mere eller mindre indpriset i obligationsmarkederne. Kombineret med det vækst- og inflationsbillede, som vi vurderer er det mest sandsynlige, er der efter vores vurdering udsigt til uændrede til lidt lavere lange statsrenter på 3-6 måneders sigt. Usikkerheden om udviklingen i de pengepolitiske renter og dermed til dels også i de lange statsrenter er dog stor. Dette illustreres meget godt af den store spredning, der er i de enkelte Fed medlemmers vurdering af de pengepolitiske udsigter for de kommende år.

... og stort set uændrede kreditspænd

Der er i vores økonomiske hovedscenarion med en blød landing formentligt udsigt til, at misligholdelserne i europæiske virksomhedsobligationer vil forblive på et lavt niveau. Et scenarion der dog efter vores vurdering allerede er stort set indpriset i de nuværende kreditspænd. Der er efter vores vurdering derfor udsigt til stort set uændrede kreditspænd på 3-6 måneders sigt. Kreditspænd der dog tilbyder en fornuftig men ikke prangende merrente i forhold til statsobligationer – se figur 2.

Figur 2: Europæiske kreditspænd

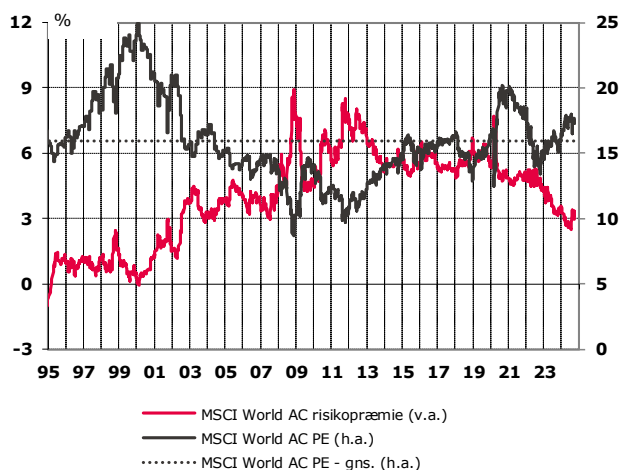


Positive vinde på de globale aktiemarkeder

Vores makroøkonomiske hovedscenarier forventes at medføre positiv indtjeningsvækst for globale aktier drevet af positiv omsætningsvækst og fortsat høje men relativt stabile profitmarginier. Indtjeningsvækst der dog formentligt vil være lidt svagere end de relativt optimistiske indtjeningsforventninger, som analytikerne samlet set har.

Prisfastsættelsesmæssigt ser vi stadig globale aktier handle til den dyre side men stadig langt fra de topniveauer, som vi har set tidligere – se figur 3. Risikopræmierne (det forventede merafkast investorer kræver for at købe aktier fremfor obligationer) er dog steget en smule den seneste tid men er stadig til den lave side, og bevægelsen, som vi har set, har primært været drevet af faldende renter. Forhold der samlet set vidner om en potentiel øget sårbarhed overfor negative nyheder men omvendt heller ikke er en forhindring for, at aktiemarkedet kan fortsætte med at stige.

Figur 3: PE og risikopræmie - globale aktier



Samme billede tegner sig, når vi ser på en række stemnings- og positioneringsindikatorer. Mange investorer er overvægtet aktier og ser generelt positivt på udsigterne for aktiemarkedet. Der er dog ikke tale om markante overvægte eller overdreven optimisme, ligesom rigtig mange større investorer ser risikoen for en større økonomisk nedtur som den væsentligste risiko.

Det er vores forventning, at kombinationen af fortsatte tegn på en blød landing, positiv indtjeningsvækst og centralbanker der aktivt sænker renterne for at understøtte vækstbilledet forventes at medføre stigende globale aktiemarkeder på 3-6 måneders sigt. En udvikling der vil være i tråd med de (om end ret begrænsede) historiske erfaringer, vi har fra episoder med pengepolitiske lempelser og bløde landinger.

Taktisk aktivallokering

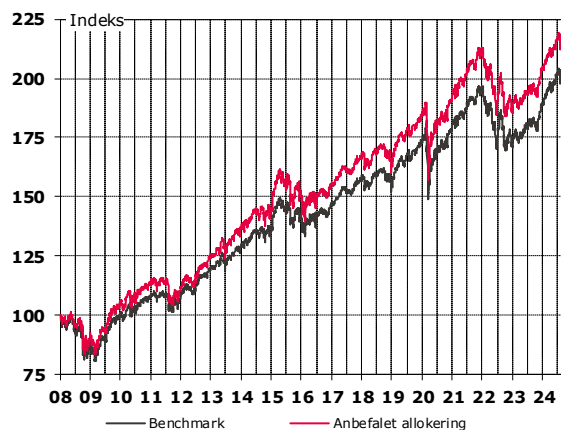
Det er, som nævnt ovenfor, vores forventning, at der over de næste 3-6 måneder er udsigt til uændrede til lidt lavere

lange statsrenter, stort set uændrede kreditspænd og fortsat fremgang på det globale aktiemarked. Scenarier der i høj grad er baseret på en forventning om, at vi ser fortsatte tegn på, at Fed kan sikre en blød landing i amerikansk økonomi. Vi har derfor et meget stort fokus på udviklingen i amerikansk inflation (herunder geopolitiske forhold der kan påvirke inflationsudsigterne), amerikansk pengepolitik og i særdeleshed det amerikanske arbejdsmarked. Det amerikanske valg den 5. november er ligeledes en væsentlig risikofaktor, som dog er uhyre svær at kvantificere effekten af. Det er som investorer desuden fortsat vigtigt at være opmærksom på, at det samlede aktiemarked er meget følsomt overfor udviklingen i nogle få men meget store teknologiske selskaber.

Ud fra en samlet vurdering af risici og afkastmuligheder vælger vi at ændre vores neutrale vægt på både aktier, stats-/realkreditobligationer og virksomhedsobligationer til svag overvægt aktier, svag undervægt stats-/realkreditobligationer samt neutral vægt virksomhedsobligationer.

Figur 4: Afkast og performance

Afkast pr. 24-09-2024	Siden 17-06-2024	År til dato
Anbefalet allokering	2,4%	8,2%
Benchmark	2,4%	8,5%
Aktier	1,7%	16,5%
Obligationer	2,8%	3,3%
Stats- og realkreditobligationer	3,1%	3,1%
Virksomhedsobligationer	3,4%	4,8%



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, 26. september 2024, kl. 12:30

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.