

Aktier: Sektorstrategi #2 – 2023

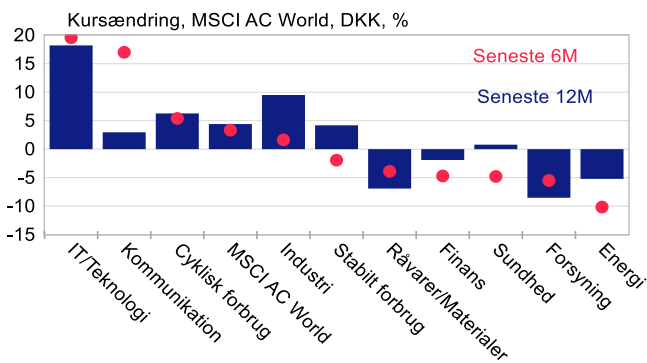
30. maj 2023 15:01

Markedsføringsmateriale

Senioranalytiker Frederik Romedahl Poulsen, frop@nykredit.dk, 44 55 29 24

- Stærk aktieperformance i første del af 2023 som følge af rentefald og forhåbning om pengepolitiske lempelser inden længe
- Markedet ser for pessimistisk på vækstudsigterne og for positivt på renteudsigterne
- Overvægt Sundhed, Finans og Industri (ny) i sektorstrategien – større eksponering mod value

Markedsbevægelser

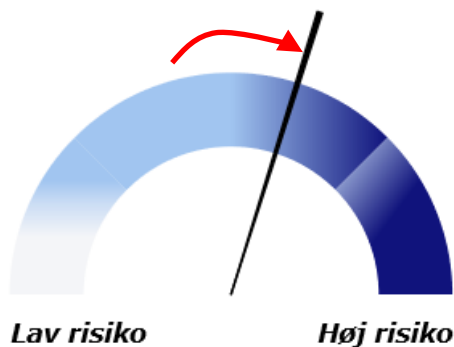


Kilde: Macrobond, Bloomberg, Nykredit Markets

Sektoranbefalinger

	Undervægt	Neutral	Overvægt
Cyklisk Forbrug	✓ ▶		
Energi		✓ ▶	
Finans			✓ ▶
Forsyning		✓ ▼	
Industri			✓ ▲
IT/Teknologi	✓ ▼		
Kommunikation		✓ ▶	
Råvarer/Materialer		✓ ▲	
Stabilt Forbrug	✓ ▼		
Sundhed			✓ ▶

▼ Nedjusteres ▶ Uændret ▲ Opjusteres



Kilde: Nykredit Markets

Aftagende renter siden slutningen af 2022 har givet tiltrængt støtte til aktier. Globale aktier har siden nytår vundet omtrent 10%, og dermed er knap halvdelen af sidste års fald reverseret. Et bemærkelsesværdigt lavt antal af de rentefølsomme tech-aktier (bl.a. FAANG) har drevet opturen. Det øger risikoen for, at ny usikkerhed om den pengepolitiske linje igen vil tynde markedet.

Udgangspunktet for os er, at markedet ser for negativt på udsigterne for global vækst og derfor også for positivt på renteudsigterne. De vestlige økonomier er fortsat i solid forfatning, og væksten i særligt Europa har fra starten af året overrasket positivt. Dertil kommer Kinas genåbning, som vi fortsat ser har flere ben at gå på. Vores vækstsøn for den kommende periode ligger generelt over markedskonsensus for de kommende kvartaler. Det indebærer yderligere pres på de vestlige arbejdsmarkeder, der igennem 2023 blot er blevet strammere. Det forstærker risikoen for, at der i bl.a. USA og Europa kan være længere vej til en stabil inflation omkring 2%. Får vi ret, vil markedet blive tvunget til at genbesøge den indregnede forventning om rentenedsættelser allerede fra efteråret. I vores prognose vil det skubbe både korte og lange markedsrenter længere op i den kommende tid. Det kan igen skabe uro om de førømtalte vækstaktier, der har været primus motor for aktiemarkedets optur i år. Til gengæld vil et mere positivt syn på væksten understøtte value-aktierne.

Sektormæssigt foretrækker vi fortsat de positivt renteeksponerede finansaktier, der fortsat fremstår attraktive på indtjeningsudsigter/prisfastsættelse trods marts måneds uro. Den sidste del er der dog kommet en del mere ro om på det sidste. Dertil tilføjer vi Industri (tidligere undervægt) til vores foretrukne eksponeringer. Industrisektoren har det sidste år været ramt af den globale usikkerhed, men tegnene på stabilisering er så småt begyndt at indfinde sig i flere regioner. Omkostningspresset er hastigt aftagende, og prisfastsættelsen er ikke anstrengt som andre mere vækstprægede dele af sektoruniverset. Industri erstatter vores hidtidige overvægt i Forsyning, der sænkes til neutralvægt i strategien. Vi fastholder præferencen for de stabile sundhedsaktier, der giver nogen beskyttelse mod udsigten til volatilitet, hvis markedet skal tilpasse sig et mere "negativt" syn på pengepolitikken. Vi ser forhandlingerne om gældsloftet i USA munde ud i en aftale (med besparelser på de offentlige udgifter). Derfor ser vi heller ikke temaet spille en vedvarende rolle for risikoappetitten.

Samlet øges vores risikotagning i den samlede sektorstrategi med udskiftningen af Forsyning i stedet for. Til gengæld får vi med udskiftningen en større beskyttelse mod stigninger i den korte ende af rentekurven, som både Finans og Industri historisk har været positivt korreleret med. Den afvejning finder vi hensigtsmæssig i lyset af vores vækst- og renteforventninger, der begge ligger over konsensus lige nu.

Industri (fra undervægt til overvægt)

Industriaktierne har klaret sig på linje med markedet i den første del af 2023. Sektorens store kapitalproducenter udfordres fortsat af global usikkerhed og højere renter, hvilket også er tydeligt i de bedre aktivitetsbarometre for sektoren (fx PMI'erne). Til gengæld fortager omkostningspresset fra bl.a. energi og andre råvarer sig, og industrien er dertil ikke længere hæmmet af de forsyningsproblemer, der i store dele af post-coronaperioden har sat en dæmper på industriaktiviteten. Til gengæld er medvinden til fragtselskaberne, der også hører til sektoren, nu for nedadgående. Vi vurderer dog samlet set, at de aftagende fragtpriiser er netto positivt for sektorens indtjeningsudsigter. I en anden del af sektoren har flyproducenter og flyselskaber fortsat gavn af en forhøjet appetit på rejseaktivitet. Forsvarsaktierne, der især i 2022 var sektorens kursmæssige trækhest, har i 2023 haft det sværere, og performance har haltet, særligt på det sidste. Det hænger bl.a. sammen med disputen om det amerikanske gældsloft, der, hvis ikke det hæves, i dele af markedet frygtes at kunne betyde besparelser på forsvarsbudgettet. Det er dog i første omgang ren spekulation, og strukturelt bør opgraderingen af den vestlige militærkapacitet forblive at være en medvind i mange år fremover. Generelt leverede Industri solide resultater i regnskabssæsonen for 1. kvartal, men kursreaktionen var afdæmpet. Sektoren er moderat prisfastsat på de fleste mål, og vores syn på renter/vækst (højere end konsensus) taler for en bedre periode forude. Vi hæver Industri fra undervægt til overvægt.

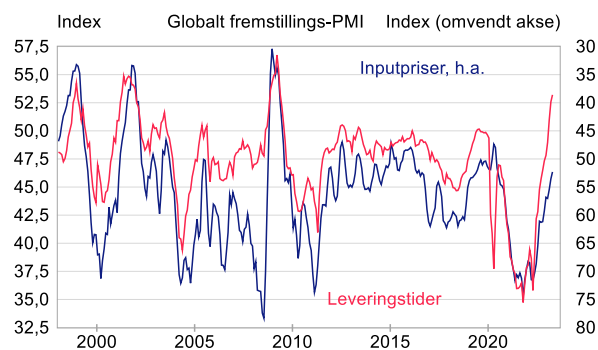
Finans (fasthold overvægt)

Bankuroen i navnlig USA har siden nytår skåret en ret betydelig luns af finansaktierne kurser, hvilket har betydet klar underperformance, siden vi tidligere på året tog sektoren på overvægt. Uroen om særligt de mindre amerikanske banker pibler nu og da op, men over de seneste måneder er det blevet stadigt klarere, at det brede banksystem ikke kæmper med samme udfordringer i relation til bl.a. indlånskoncentration. Strammere kreditvilkår har været en naturlig konsekvens af højere renter/ringere vækstudsigt, men indtil videre har uroen i marts ikke sat markante spor i kreditstandarder. Det venter vi i udgangspunktet heller ikke kommer til at ske, selvom risikoen nok vil give anledning til en vis forsigtighed over for dele af de amerikanske banker. Bl.a. derfor foretrækker vi fortsat de europæiske pendanter. Banksystemet vil fortsat have betydelig medvind til indtjeningen i den kommende tid pga. de højere renter, og vi venter, at markedet lige nu overvurderer sandsynligheden for pengepolitiske lempelser fra Federal Reserve i efteråret. Får vi ret, vil markedsrenterne i særligt den korte ende skulle tilpasse sig over den kommende tid. I det scenarie har finansaktierne historisk stået stærkest blandt alle sektorer, og det venter vi også denne gang. Prisfastsættelsen er attraktiv og afspejler i vores optik for megen frygt for et finansielt system, der på de fleste parametre fremstår mere polstret end nogensinde. Vi fastholder overvægten.

Sundhed (fasthold overvægt)

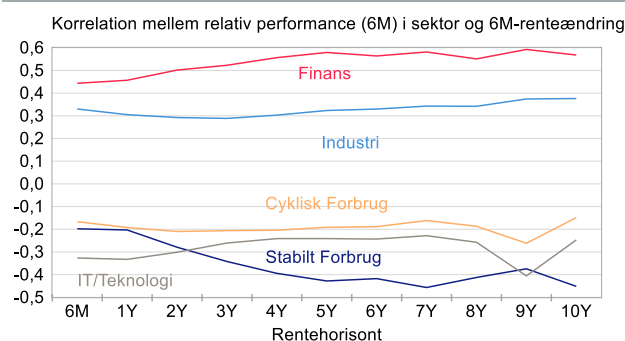
Tiltagende risikoappetit har fra starten af året givet modvind til sundhedsaktierne performance efter et stærkt 2022 præget af uro. Vi er fortsat positive på udsigterne for sektoren, der typisk klarer sig godt i perioder med høj markedsvolatilitet. Vi ser en reprisering af markedets (for) optimistiske forventning til pengepolitikken som den mest oplagte trigger på den korte bane. Sundhed er historisk negativt korreleret med højere renter, men generelt er følsomheden noget mindre end sammenlignelige

Industrien ser lavere leveringstider og inputpriser



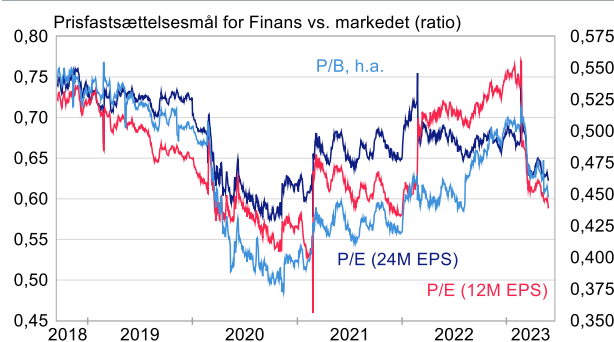
Kilde: Macrobond, S&P, Nykredit Markets

Finans og Industri klarer sig typisk godt ved højere renter



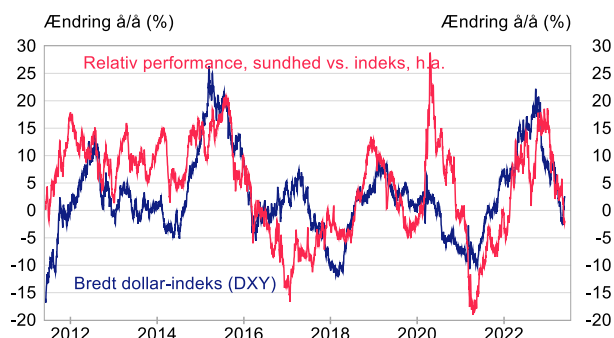
Kilde: Macrobond, Nykredit Markets

Prisfastsættelsen af Finans er faldet



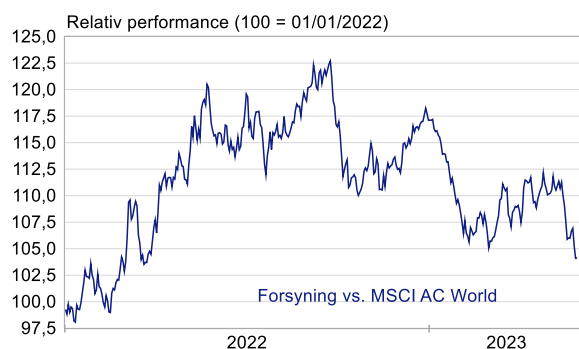
Kilde: Macrobond, Nykredit Markets

En stærkere USD har understøttet Sundhed i 2022



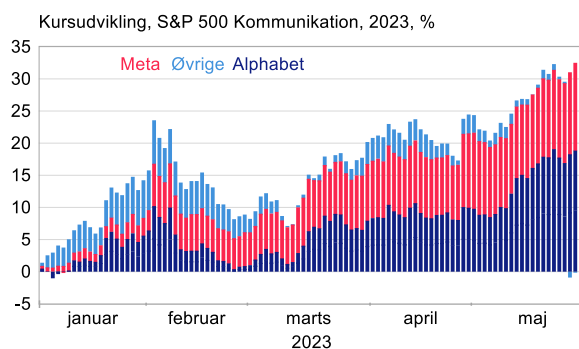
Kilde: Macrobond, Bloomberg, Nykredit Markets

Forsyning har haft det sværere i et risikosøgende marked



Kilde: Macrobond, Nykredit Markets

Performance i Kommunikation trukket af få selskaber



Kilde: Macrobond, Nykredit Markets

defensive sektorer som fx Stabilt Forbrug. Sektoren kunne i 1. kvartal fremvise et relativt stort fald i indtjeningen på 15-20% ift. samme kvartal sidste år. Det skyldes dog vaccineproducenterne, der med pandemiens afslutning har mistet betydeligt forretningsomfang. Det er ingen overraskelse, og derfor har kursperformance som helhed ikke været påvirket. Sektorens største ben – pharma – viser fortsat stabil vækst, og på den korte bane ser intet ud til at ændre det billede væsentligt. I Europa vil medvinden til indtjeningen fra den stærke USD gradvist fortage sig, men vi forventer ingen dramatisk udvikling. Vi fastholder overvægten.

Forsyning (fra overvægt til neutral vægt)

Rotation i retning af de mere cykliske lommer af aktiemarkedet har i år svækket den relative performance i Forsyning. Dele af sektoren vil fortsat være i myndighedernes søgelys i lyset af ekstreme gevinster på bl.a. trading, der var et resultat af store udsving i el- og gaspriser sidste år. Men overordnet bør den regulative risiko relateret til sektoren være mere begrænset end sidste år. Det globale fokus på klimaomstilling vil i løbet af de kommende år give strukturel medvind til sektorens (grønne) profiler. Samme selskaber vil gavnnes, hvis Kongressen i USA når frem til en aftale om hurtigere offentlig godkendelse af nye energiprojekter, der er blevet en del af forhandlingerne om at forhøje gældsloftet. Der synes generelt at være enighed om den del, mens diskussionerne primært handler om prioriteringen (grøn vs. sort energi). Prisfastsættelsen er dalet, men sektorens multipler er relativt til det brede marked fortsat i den dyre ende ift. historikken. På den baggrund ser vi større værdi i sundhedsaktierne, hvor de defensive egenskaber også er udpræget, men hvor væksthistorien på den korte bane fremstår stærkere. Vi sænker Forsyning fra overvægt til neutral.

Kommunikation (fasthold neutral vægt)

Den aftagende tendens i lange renter siden efteråret har i 2023 materialiseret sig i klar outperformance i de vækstnavne, der sidste år var i modvind. De navne er Kommunikation tung på, og sektoren har således været årets kursmæssige højdespringer – men efter et jammerligt 2021-2022, hvor kursen blev tæt på halveret i værdi. Den positive udvikling i 2023 er stort set udelukkende drevet af Alphabet og Meta, hvoraf sidstnævnte næsten er fordoblet siden nytår. De to internetgiganter præsenterede i 1. kvartal dels fornyet vækst i reklameindtægterne og endnu vigtigere en mere positiv guidance. Det har vakt optimismen efter flere år med aftagende omsætningsvækst og stigende omkostninger. Modvinde fra bl.a. ny regulering fortsætter fortsat med at udfordre, og særligt de nye krav til monitorering af misinformation (bl.a. i EU) fortsætter med at trække ressourcer. Modvindene er også klare i det afgørende Cloud-segment, hvor konkurrencen fra rivaler som Microsoft (IT/Teknologi) og Amazon (Cyklisk Forbrug) er med til at hæmme indtjeningsvæksten. Men i udgangspunktet begynder tingene at se lysere ud, og den hastige udbredelse af AI-baserede værktøjer giver nye muligheder for en bred vifte af sektorens største selskaber.

Prisfastsættelsen er blevet dyrere med den genvundne optimisme om kommunikationssektoren, men i sammenligning med andre vækstsektorer ikke i bekymrende grad. Ikke desto mindre betyder vores forventning om en ny tilpasning af markedets renteforventning (op), at sektoren igen kan komme i modvind på den korte bane. Vi fastholder neutralvægten.

Råvarer/Materialer (fra undervægt til neutral vægt)

De kinesiske myndigheders opblødning af coronapolitikken gav fra starten af året kraftig medvind til råvareaktierne og navnlig mineaktierne. Dels har genåbningen indtil videre givet et mere begrænset væksthop, end man kunne håbe på. Dels forbliver fokus i Kina på at begrænse for megen risikotagning i de dele af økonomien – bl.a. byggeriet – der er vigtigst for råvaresektoren. De to forhold har medvirket til, at priser på de mest centrale råvarer (fx jernmalm/kobber) er faldet tilbage i løbet af året. Mineselskaberne kan få medvind, hvis væksten, som vi venter det, viser sig stærkere end konsensus lige nu synes at indregne. Bl.a. i relation til Kina, hvor vi fortsat er positive på genåbningens betydning for væksten over de kommende kvartaler. Kemi, der typisk er råvaresektorens defensive ben, har med bilproduktionens genopblomstring fået medvind, men aftagende ordreindgang og ringere prismarginaler risikerer at gøre vilkårene sværere. Sektoren hører fortsat på de fleste mål for prisfastsættelse til blandt de billigste i vores univers. Det er dog også et udtryk for, at Råvarer/Materialer typisk er blandt de hårdest ramte, når en større nedtur rammer. Den risiko er ikke væk, men ikke desto mindre bør vores optegnede vækstszenarie kunne give lidt støtte til sektoren, der tilmed ikke hører til de mest rentefølsomme. Vi løfter Råvarer/Materialer fra undervægt til neutralvægt.

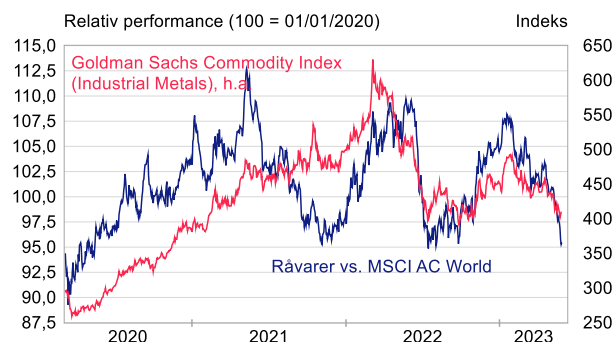
Energi (fasthold neutral vægt)

Aftagende energipriser i 2023 har sat energiaktierne under pres efter et 2022 præget af kraftig medvind. Resultaterne fra de store energiselskaber var i 1. kvartal af året klart bedre end ventet, men de nuværende (lavere) oliepriser gør et stort indhug i resultaterne. Indtil videre har den kinesiske genåbning ikke for alvor smittet af på energipriserne, OPEC+ har kun i mindre grad reageret på prisfaldene, og de russiske olierestriktioner har indtil videre kun i begrænset omfang haft effekt. Vi vurderer, at olieprisen i 2. halvår vil svinge i intervallet USD 80-85, hvilket flugter med vores lidt mere positive vækstsyn end konsensus. Sektoren fremstår velkapitaliseret, og de store oliegianter holder fortsat store mængder likviditet på balancerne. Det gør de med henblik på at opretholde en høj udlovningsprocent, hvilket har været strategien over flere år. Til gengæld holder selskaberne igen med nye investeringer, hvilket også hænger sammen med den strengere regulative linje over for sektoren i bl.a. USA. Forhandlingerne i relation til gældsloftet har dog åbnet for, at dele af de begrænsninger kan forsvinde som led i en aftale. Sektoren handler på de fleste mål for prisfastsættelse billigt relativt til det brede marked, og særligt de europæiske energiselskaber fremstår på det parameter attraktive. Vi fastholder Energi på neutralvægt i lyset af det betydelige udfaldsrum i den næste tid, men bibeholder vores tematiske overvægt i den europæiske del af sektoren.

Stabilt Forbrug (fra neutral til undervægt)

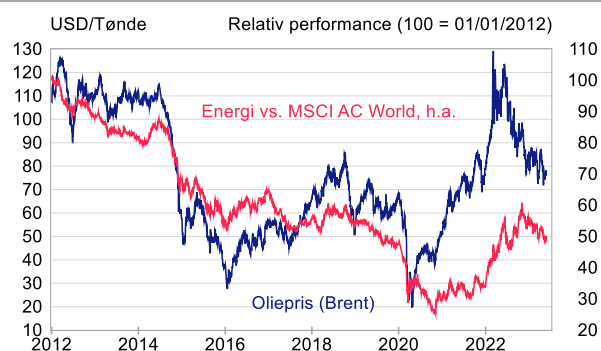
De stabile forbrugsaktier har klaret sig noget bedre i 2023, hvor performance i de defensive ender af aktiemarkedet ellers har været presset. Producenter af drikkevarer (fx bryggerierne) har i den sammenhæng været sektorens stærkeste underkategori, hvilket bl.a. hænger sammen med stærke regnskaber for første del af 2023. Dertil kommer Kinas genåbning, der har løftet den sociale mobilitet og ventes at give øget salg ifm. begivenheder. Sektoren har kun i begrænset omfang været påvirket af presset på forbrugerne fra bl.a. høj inflation, der i højere grad har hæmmet efterspørgslen for cykliske forbrugskategorier det seneste år.

Fald i råvarepriser har bl.a. ramt mineselskaberne



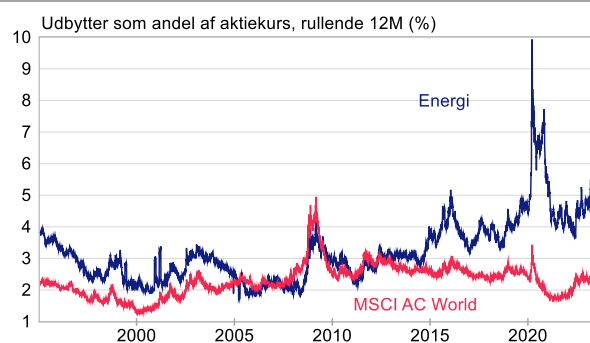
Kilde: Macrobond, Bloomberg, Nykredit Markets

Lavere oliepriser rammer energisektorens performance



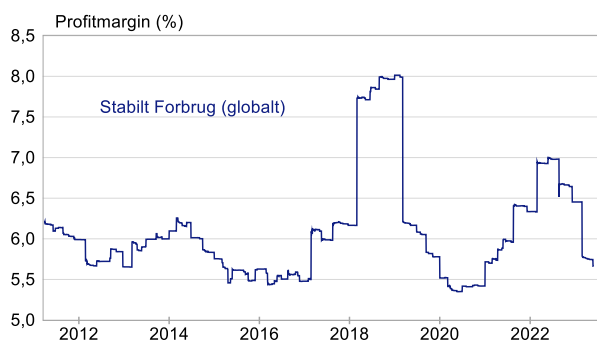
Kilde: Macrobond, Bloomberg, Nykredit Markets

Udbyttegrad i Energi fortsat langt over markedsniveau



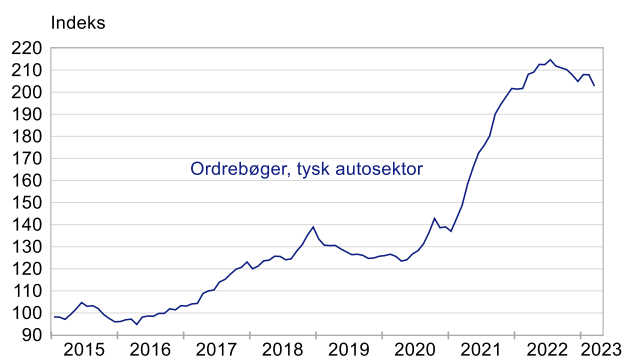
Kilde: Macrobond, Bloomberg, Nykredit Markets

Stabilt Forbrug vil få bedre marginer af råvareprisfald



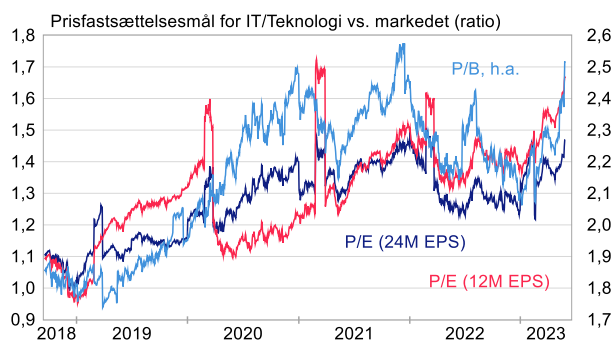
Kilde: Macrobond, Bloomberg, Nykredit Markets

Ordrebøger i autosektoren svinder fra et højt niveau



Kilde: Macrobond, Nykredit Markets

IT/Teknologi er blevet dyrere relativt til markedet



Kilde: Macrobond, Bloomberg, Nykredit Markets

Dertil betyder de aftagende råvarepriser, at sektorens marginer generelt må forventes at blive forbedret over den kommende tid. Den proces bliver dog gradvis, da selskabernes afdækning af omkostninger betyder et langsomt gennemslag af prisfald i spotmarkedet. Sektorens generelt stabile indtjeningsevne, høje kvalitet og attraktive udlodningsprofil vil forblive en skattet egenskab under perioder med forhøjet markedsvolatilitet. I det defensive univers ser vi dog større værdi i andre lommer af markedet – fx Sundhed – hvor vækstpotentialet i vores optik fremstår mere attraktivt. Vi sænker Stabilt Forbrug fra neutral til undervægt.

Cyklisk Forbrug (fasthold undervægt)

Stærke makrodata og hastig genåbning i Kina har siden årsskiftet understøttet store dele af de cykliske forbrugsaktier. Sektorens højdespringere i år findes for eksportfølsomme luksusbrands inden for bl.a. tøj, lædervarer og ure, der har vundet stort på Kinas opblødning af restriktioner og den deraf afledte genåbning af detailsektoren. Den historie er efterhånden indregnet i kursudviklingen, og indtil videre har de faktiske indikationer fra det kinesiske detailsalg ikke været udpræget imponerende. I autosektoren, hvor produktionen stadig genvinder terræn efter chipmanglen i 2021-22, har performance været mere afdæmpet, hvilket bl.a. skyldes foreløbig sløjt rebound i salget på det kinesiske marked efter genåbningen. Dertil betyder aftagende globale forsyningsproblemer, at sektorens pricing power nu svækkes til skade for marginerne. Cyklisk Forbrug hører på de fleste mål for prisfastsættelse til i den dyre ende af sektoruniverset. Det betyder som for resten af vækstuniverset, at vores forventning om rentestigninger i den korte ende af rentekurven over den kommende tid bl.a. kan ramme de tungtvejende e-handelsaktier. På den korte bane ser vi som sagt udfordringer til sektoren fra flere sider, og derfor fastholder vi undervægten.

IT/Teknologi (fra neutral til undervægt)

Tech-sektoren har som resten af vækstuniverset vundet på den (generelt) aftagende tendens i lange renter siden efteråret. Sektorens mega-caps (fx Microsoft/Apple) har trukket størstedelen af outperformance siden nytår, men i underindeksene finder vi den største kursstigning blandt chipproducenterne, hvoraf flere af de største (fx Nvidia) er positivt eksponeret mod den hastige omstilling til AI-baserede værktøjer. AI vinder i stigende grad også indpas i forretningsmodellen hos software-selskaber som Microsoft, der i starten af året skød store midler ind i OpenAI – selskabet bag ChatGPT. Potentialt er enormt, hvilket dog også betyder hård konkurrence fra bl.a. de største selskaber i Kommunikation (fx Alphabets "Bard"), der vurderes at blive et alternativ til ChatGPT. Dertil kommer den geopolitiske disput mellem USA og Kina, der på det seneste især fra kinesisk side har betydet restriktioner på de amerikanske chipproducenter. Prisfastsættelsen af IT/Teknologi er siden nytår blevet ret anstrengt, og multiplerne ligger generelt væsentlige over det brede marked. Det er intet nyt, men dog en faktor, der gør sektoren fortsat eksponeret mod den reprising af de korte renter, som vi ser i kortene over den kommende tid. Vi ser den eksponering som afgørende, da vi fortsat vurderer markedets generelle vækstforventning som værende for negativ. Vi sænker IT/Teknologi fra neutralvægt til undervægt.

DISCLOSURE

Dette materiale er udarbejdet af Nykredit Markets, der er en del af Nykredit Bank A/S. Nykredit Bank A/S er en finansiel virksomhed, der er under tilsyn af Finanstilsynet.

Denne analyse er en "ikke-uafhængig analyse" udarbejdet af Global Macro & Strategy i Nykredit Markets. Ikke-uafhængige analyser er markedsføringsmateriale og udgør ikke-uafhængige objektive investeringsanalyser, og de er derfor ikke underlagt de juridiske krav, som gælder for uafhængige investeringsanalyser. Der gælder derfor heller ikke et handelsforbud inden udbredelsen af markedsføringsmaterialet.

DISCLAIMER

Dette materiale er udarbejdet af Nykredit Markets til personlig orientering for de investorer, som Nykredit Markets har udleveret materialet til. Materialet er baseret på offentligt tilgængelige oplysninger samt egne beregninger baseret herpå.

Nykredit Markets påtager sig intet ansvar for rigtigheden, nøjagtigheden eller fuldstændigheden af informationerne i materialet. anbefalinger skal ikke opfattes som tilbud om køb eller salg af de specifikke finansielle instrumenter, og Nykredit Markets påtager sig intet ansvar for dispositioner foretaget på baggrund af oplysninger i materialet.

Oplysninger i materialet om tidligere afkast, simulerede tidligere afkast eller fremtidige afkast kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast, og afkast kan blive negativ. Oplysninger i materialet om kursudvikling kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidig kursudvikling, og kursudvikling kan blive negativ. Gevinster kan blive forøget eller formindsket som følge af udsving i valutakurser. Såfremt materialet indeholder oplysninger om en særlig skattebehandling, skal investorer være opmærksomme på, at skattebehandlingen afhænger af den enkelte investors individuelle situation og kan ændre sig fremover. Såfremt materialet indeholder oplysninger baseret på bruttoafkast, kan gebyrer, provisioner og andre omkostninger påvirke afkastet i nedadgående retning.

Nykredit Bank A/S og/eller andre selskaber i Nykredit koncernen kan have positioner i værdipapirer omtalt i materialet samt foretage køb eller salg af samme, ligesom disse selskaber kan være involveret i corporate finance-aktiviteter eller andre aktiviteter for virksomheder, der er omtalt i materialet.

Materialet må ikke mangfoldiggøres eller distribueres uden samtykke fra Nykredit Markets.

Ansvarshavende redaktør: Chefstrateg Frederik Engholm-Hansen

Nykredit - Kalvebod Brygge 1-3 - 1780 København V - Tlf. 44 55 18 00 - Fax 44 55 10 01