



Mandel Ngan/AFP/Ritzau Scanpix



Danske Bank
Quarterly House View Winter 2019

2020 bliver intet festfyrværkeri – men mindre kan også gøre det

Trods flere potentielle lyseslukkere i global økonomi ser vi fortsat et fornuftigt afkastpotentialer for aktierne det kommende år.

Danske Bank

Industriproduktionen har været et ømt punkt i global økonomi i 2019, men har de seneste måneder vist tegn på bedring bl.a. i USA. Her er det Boeing-fabrikken i Renton ved Seattle.



Jason Redmond/AFP/Ritzau Scanpix

Muligheder og risici for investorer i det nye år

Den senere tids økonomiske og politiske fremgang understøtter vores forventning om, at aktierne fortsat har et fornuftigt afkastpotential, men fremgangen kan dog vise sig at hvile på et spinkelt grundlag. Vi vurderer, hvad der kan bringe aktierne videre op efter årets store stigninger, og hvor potentialet er størst.

Få måneder kan virkelig gøre en verden til forskel på de finansielle markeder – og de seneste måneder til det bedre.

I AUGUST VAR STEMNINGEN DYSTER: Handelskrigen mellem USA og Kina eskalerede, svaghestegnene i global økonomi blev stadig mere udtalte, og

risikoen for et kaotisk no deal-Brexit steg. I USA inverterede rentekurven – dvs. at de lange renter blev lavere end de korte – og det forstærkede nervøsiteten, da det historisk set har været en af de bedste indikatorer på en forestående recession. Investorer søgte ly i obligationer, renterne i Europa ramte nye historiske bundniveauer, og aktiekurserne faldt.

I DAG ER DER BETYDELIGT STØRRE OPTIMISME: Den politiske risiko er aftaget, efter USA og Kina er ved at forhandle en delaftale i handelskonflikten, og et no deal-Brexit er afværget i denne omgang. Centralbankerne har de seneste måneder gjort deres til at løfte stemningen med pengepolitiske lempelser, ligesom en række økonomiske nøgletal har været til den positive side og givet lidt lysere tro på fremtiden. Recessionsfrygten er aftaget, og investorerne har øget deres appetit på risiko, hvilket siden august har sendt især de lange renter og aktiekurserne op. ▶▶



Af chefstrateg Henrik Drusebjerg og Danske Banks øvrige Strategy & Macro-team (se side 9)



Status er kort fortalt, at vi befinder os i den sene fase af det økonomiske opsving, som i USA har været i mere end 10 år og dermed er det længste opsving siden 2. Verdenskrig.

Forventet afkast fra globale aktier på

4-8%

de kommende 12 måneder målt i lokal valuta.



Overvægt i aktier



Undervægt i obligationer

Fortsat overvægt i aktier

Samlet set understøtter de seneste måneders udvikling vores forventning om, at aktier har et fornuftigt afkastpotentiale det kommende år. Derfor fastholder vi en mindre overvægt i aktier i vores porteføljer og en tilsvarende undervægt i obligationer. Konkret forventer vi et afkast fra globale aktier i størrelsesordenen 4-8 pct. i løbet af de kommende 12 måneder.

Men vi er varsomme med at lade os rive med af optimismen, for ret beset er en ny bølge af markedsuro og aktiekursfald ikke længere væk end et negativt tweet om handelskrigen fra Donald Trump eller et par dårlige økonomiske nøgletal. Samtidig vurderer vi, at de seneste måneder politiske og økonomiske fremgang i vid udstrækning er indregnet i aktiekurserne i dag, ligesom fremgangen kan vise sig at hvile på et spinkelt grundlag.

Så hvad skal bringe aktiemarkedene videre op herfra, og hvad kan afspore fortsatte kursstigninger? Det ser vi nærmere på her.

Drivkræfter for aktiestigninger

Status er kort fortalt, at vi befinder os i den sene fase af det økonomiske opsving, som i USA har været i mere end 10 år og dermed er det længste opsving siden 2. Verdenskrig. Årene med den højeste økonomiske vækst ligger bag os, og gennem længere tid er især fremstillingsindustrien bremset op med vigende nøgletal i både Europa, USA og Kina. På det seneste har vi dog set tegn på stabilisering i en række nøgletal, som i bedste fald indikerer en vending, men vi har dog svært ved at forestille os et markant løft i væksten i den nuværende sene fase af opsvinget.

Mindre kan imidlertid også gøre det. Hvis de økonomiske nøgletal udviser stabilitet og fortsat bekræfter os og andre investorer i, at en recession ikke er lige om hjørnet, kan en mere moderat vækst være nok til at holde aktiemarkedene på rette kurs. Og mens den globale fremstillingssektor halter, er billedet mere positivt for servicesek- ►►



Vi er varsomme med at lade os rive med af optimismen, for ret beset er en ny bølge af markedsuro og aktiekursfald ikke længere væk end et negativt tweet om handelskrigen fra Donald Trump eller et par dårlige økonomiske nøgletal.

Aktierne er ikke længere billige

Efter den senere tids kursstigninger er globale aktier nu værdiansat over de seneste 5 års gennemsnit målt på P/E (12 mdr. fremadskuende) - dvs. den pris, man som investor betaler for den forventede indtjening i selskaberne de kommende 12 måneder. Aktierne er således ikke billige, men efter vores vurdering er de fortsat et attraktivt alternativ til de meget lave forventede afkast fra obligationer. Den øgede værdiansættelse øger dog alt andet lige aktierens sårbarhed i tilfælde af negative begivenheder i global økonomi, og den forstærker vigtigheden at være selektiv i sin udvælgelse af aktier, herunder i valget af regioner og sektorer, samt fortsat også at have obligationer i sin portefølje som en stabilisator





Christine Lagarde tiltrådte i begyndelsen af november som ny chef for Den Europæiske Centralbank, og et af de interessante spørgsmål i 2020 er, hvilken kurs hun udstikker for pengepolitikken i Europa. Lempet hun den yderligere?

Christoph Soeder/DPA/Ritzau Scanpix

toren, som heldigvis udgør en større del af global økonomi. Her peger tillidsindikatorerne (PMI) fortsat på fremgang, og generelt har forbrugerne det også fortsat godt. Lav ledighed og lave renter – og dermed lave boligudgifter – er med til at holde gang i forbruget, og vi forventer fortsat lave renter i 2020.

Der er dermed flere forskellige faktorer, der fortsat trækker i den rigtige retning for økonomien, og vores overordnede vurdering er, at det nuværende opsving fortsat har noget tid at løbe på, mindst 12 måneder og potentielt længere, inden vi får en nedtur i økonomien. Vi vurderer dermed også, at der fortsat er tilstrækkelig grobund for vækst i virksomhedernes indtjening, som i sidste ende er det, der retfærdiggør stigende aktiekurser.

Flere potentielle lyselukkere

Alligevel er der gode grunde til at fast-

holde en forsigtig tilgang til sine investeringer og ikke påtage sig alt for høj risiko i sin portefølje. Blandt vores væsentligste forbehold er følgende risikofaktorer, der kan afspore den øgede optimisme blandt investorerne:

VI ER BLEVET SNYDT FØR: Fremstillingsindustrien er det ømmeste punkt i global økonomi. Industriproduktionen lider blandt andet under handelskrigen, der får virksomheder til at holde igen med store investeringer, men tillidsindikatorerne (PMI) for fremstillingsindustrien er blandt de nøgletal, der på det seneste har vist forsigtige tegn på stabilisering efter en længere periode med stadig dårligere tal. Man skal imidlertid være varsom med at tillægge det alt for stor betydning, da vi tidligere har set tegn på vendepunkter i PMI-tallene blot for derefter at se en yderligere forværing. Det var fx tilfældet i begyndelsen af



Vores overordnede vurdering er, at det nuværende opsving fortsat har noget tid at løbe på, mindst 12 måneder og potentielt længere, inden vi får en nedtur i økonomien.



3 aktuelle tal



68,1%

Så meget udgjorde personligt forbrug af det amerikanske BNP i 3. kvartal 2019 (kilde: fred.stlouisfed.org). USA er en forbrugsdrevet økonomi, og lav ledighed og stigende lønninger lægger i øjeblikket en solid bund under den amerikanske vækst. Samtidig har forbruget historisk set været en mere stabil bidragsyder til væksten end fx selskabernes investeringsaktivitet.



2%

Sådan lyder inflationsmålet, som centralbankerne i euroområdet (ECB) og USA (Fed) navigerer efter, men på begge sider af Atlanten har centralbankerne svært ved at skabe inflation i økonomien. Det medvirker til, at vi fortsat forventer en meget lempelig pengepolitik, ligesom centralbankerne vil være varsomme med stramninger i den nuværende skrøbelige fase af økonomien med betydelig politisk usikkerhed.



9,8%

Så meget forventer analytikerne i gennemsnit, at selskabernes indtjening pr. aktie vil stige i 2020, opgjort for globale aktier (kilde: Reuters IBES pr. 14.11.2019). Det er et meget højt tal sammenholdt med 2019, hvor forventningerne balancerer omkring 0,5 pct., og det kan meget vel vise sig at være for optimistisk. I den sene fase at opsvinget kan stigende lønninger blandt andet trykke selskabernes indtjening, og bremser økonomien hurtigere eller mere op end ventet, kan forventningerne hurtigt komme ud af trit med realiteterne. Forventningerne til væksten i omsætningen pr. aktie ligger på 4,5 pct.



Hvis forhandlingerne om en fase 1-handelsaftale bryder sammen, vil det være en stor skuffelse, og selv om vi får en aftale, er den måske ikke så god som forventet.

2019. Og begynder fremstillingssektoren for alvor at fyre, vil det også ramme forbrugerne og servicesektoren. Vi har brug for et se en stabilisering over en lidt længere periode - og i hvert fald ikke en forværring.

MINDRE TØRT KRUDT PÅ LAGER: 2019 har været defineret af handelskrig og politisk usikkerhed, men selv om det har lagt en dæmper på væksten, har vi undgået recession og nydt godt af høje afkast på aktiemarkederne. Her har pengepolitiske lempelser fra centralbankerne blandt andet gjort sit til at afbøde

de negative effekter og fastholde en positiv investorstemning. Vores vurdering er dog, at global økonomi har mindre at stå imod med i 2020 og dermed vil have sværere ved at absorbere nye chok. Centralbankerne har færre skud i bøssen, og økonomien befinder sig på et lavere niveau, hvor vi er tættere på randen af recession.

Handelskrig kan blusse op igen
HANDELSKRIGEN LEVER STADIG: Et tredje væsentligt forbehold er handelskrigen mellem USA og Kina. De finansielle markeder har naturligvis ►►

Risikoen for recession er aftaget

Federal Reserve Bank of New York (regional afdeling af den amerikanske centralbank) opgør løbende risikoen for en recession i USA inden for de kommende 12 måneder, baseret på forskellen mellem den korte og lange amerikanske rente (hhv. 3 mdr. og 10 år). Historisk set har udviklingen i spændet mellem disse renter været en af de mest pålidelige indikatorer på en forestående recession.

De seneste måneder er risikoen aftaget, men ligger stadig på et højt niveau. Fortsætter de økonomiske nøgletal med at pege på stabilisering i økonomien, kan det yderligere reducere frygten for recession og understøtte aktiekurserne.





Brendan Smialowski/AFP/Ritzau Scanpix

reageret positivt på den senere tids tilnærmelser mellem parterne, der i første omgang forventes at munde ud i en delaftale – en såkaldte fase 1-aftale – men vi mangler stadig at se aftalen materialisere sig, så Donald Trump og Xi Jinping kan lade sig hylde som de store forhandlere. Hvis forhandlingerne om en fase 1-aftale bryder sammen, vil det være en stor skuffelse, og selv om vi får en aftale, er den måske ikke så god som forventet, når den endelig bliver annonceret. Den daglige strøm af rygter og udmeldinger om forhandlingerne peger i mange retninger, og efter vores vurdering har investorerne i vid udstrækning taget forskud på glæderne.



Både USA og Kina lider under handelskrigen, og Donald Trump har formentlig behov for at demonstrere en eller anden form for fremgang forud for præsidentvalget i 2020.

Yderligere vil fase 1-aftalen blot være et første skridt på vejen mod enighed om de mere grundlæggende vilkår for fremtidens samhandel mellem USA og Kina. Selv om den politiske risiko er aftaget i denne omgang, kan handelskrigen hurtigt blusse op igen. Man skal dog ikke tage fejl af, at både USA og Kina lider under handelskrigen, og Donald Trump har formentlig behov for at demonstrere en eller anden form for fremgang forud for præsidentvalget i 2020, da det vil ramme ham negativt,

hvis væksten og aktierne i USA lider alt for meget under handelskrigen.

Kort sammenfatning

Alt i alt er konklusionen altså, at selv om vi står et bedre sted end for få måneder siden, ser billedet ikke ubetinget positivt og bekymringsløst ud, når vi kigger ind i 2020. Ikke desto mindre er vi tilstræk-

keligt fortrøstningsfulde til at fastholde vores mindre overvægt i aktier, hvor vi fortsat ser værdi i det nye år – også set i forhold til obligationsmarkederne. Men investorer må også indstille sig på perioder med betydelig volatilitet i det kommende år og skal ikke gøre sig forhåbninger om en gentagelse af de flotte afkast fra aktier i indeværende år.

3 afgørende faktorer for 2020



Amerikansk politik:

Hvordan udvikler den potentielle rigsretssag mod Donald Trump sig, og bliver han genvalgt? Valgkampen vil blive et kæmpe tema, hvor investorer også vil være meget optagede af, hvem der bliver den demokratiske modkandidat til præsidentvalget i november 2020, og hvad vedkommende står for politisk og økonomisk. Det kommer til at fylde rigtig meget, som året skrider frem.



Handelspolitik:

Hvordan udvikler handelskrigen mellem USA og Kina sig, og bliver den handelspolitiske front skærpet mellem USA og Europa? Handelskrigen mellem amerikanerne og kineserne er den vigtigste geopolitiske faktor for de finansielle markeder i årevis og en central brik i rivaliseringen mellem verdens to supermagter, hvor Kina æder sig ind på USA's globale dominans.



Recessionssignaler:

De finansielle markeder vil også i 2020 være meget sårbare over for tegn på, at det økonomiske opsving nærmer sig udløbsdatoen. Økonomiske nøgletal vil derfor få ekstremt meget opmærksomhed, og bliver markederne ramt af recessionsfrygt, kan det kaste perioder med betydelige markedsudsving og kursfald af sig.

Udviklingen i Brexit-dramaet vil naturligvis også få opmærksomhed, men det har i højere grad regional betydning for Europa end global betydning.



Cyklisk forbrug er en af de aktiesektorer, hvor vi ser det mest attraktive afkastpotentiale i øjeblikket.

Image/Ritzau

Her ser vi størst afkastpotentiale

Aktier med bedst balance mellem afkast og risiko

USA: OVERVÆGT

Amerikanske aktier har traditionelt en højere værdiansættelse end andre større markeder målt på P/E, blandt andet fordi det amerikanske aktiemarked byder på mange vækstselskaber, og aktuelt er aktierne derudover værdiansat til den dyre side set i forhold til de seneste 5 års gennemsnit. Alligevel ser vi det mest attraktive afkastpotentiale i amerikanske aktier, som vi overvægtter i vores porteføljer. Vi forventer fortsat, at væksten og aktierne i USA vil blive understøttet af et stærkt arbejdsmarked og solidt forbrug, og den amerikanske centralbank har større råderum for yderligere pengepolitisk stimuli end fx Den Europæiske Centralbank, hvis handelskrigen blusser op igen og økonomien udvikler sig dårligere end ventet.

Hvis handelskrigen aftrappes yderligere, og økonomien stabiliseres, har USA til gengæld interessante cykliske sektorer som fx IT og finans, der kan klare sig godt i det scenarie. På et tidspunkt, hvor udviklingen kan tippe begge veje, ser vi altså den bedste balance mellem afkast og risiko i amerikanske aktier.

Interessant, men vi ser fortsat udviklingen an

EUROPA OG EMERGING MARKETS: NEUTRAL VÆGT

Økonomien i Europa har været nødlidende i 2019, og også Kina har haltet. I den senere tid har de økonomiske data imidlertid vist tegn på stabilisering af væksten i Europa, og vi har set samme tendens i de kinesiske aktivitetsdata. Især de europæiske aktier er attraktivt værdiansat, og får vi en mere varig stabilisering inden for fremstillingsindustrien samt markante fremskridt i handelskrigen, kan aktier i Europa og emerging markets vise sig at drage mest fordel af det. Den ønskede stabilisering kan dog lade vente længe på sig, så endnu fastholder vi vores neutrale aktievægt for begge regioner og afventer yderligere bekræftelse af, at vi har nået et vendepunkt.

Vi har skruet ned for rentefølsomheden

OBLIGATIONER: LAVERE VARIGHED I PORTEFØLJEN

Tegn på bedring i global økonomi har ført til stigende renter de seneste måneder, og fortsætter strømmen af positive signaler, kan renterne fortsætte op. I obligationsdelen af vores porteføljer har vi derfor justeret fordelingen af obli-

gationer, så vi samlet set får en lavere varighed – dvs. en obligationsportefølje med mindre rentefølsomhed, så den falder mindre i kurs i tilfælde af fortsat stigende renter. Det har vi opnået ved at øge andelen af high yield-obligationer, som er virksomhedsobligationer med lav kreditkvalitet, og modsat reducere andelen af statsobligationer med en højere varighed. Samlet set har vi dog fortsat undervægt i high yield-obligationer – blot mindre end før – mens vi nu har neutral vægt i globale statsobligationer.

Obligationer med bedst potentiale

EMERGING MARKETS-OBLIGATIONER: OVERVÆGT

I obligationsdelen af vores porteføljer ser vi det mest attraktive afkastpotentiale i emerging markets-obligationer (som beskrevet i forrige Quarterly House View). Emerging markets-obligationer er primært statsobligationer fra emerging markets, og de giver en betydelig merrente i forhold til statsobligationer fra udviklede markeder, men naturligvis til en højere risiko.

INVESTMENT GRADE-OBLIGATIONER: OVERVÆGT

Inden for den mere sikre del af obligationsmarkedet overvægtter vi investment grade-obligationer, som er virksomhedsobligationer med høj kreditkvalitet. Set i forhold til de mest sikre statsobligationer giver investment grade-obligationerne efter vores vurdering en fornuftig merrente i forhold til risikoen.

Aktiesektorer med bedst potentiale

CYKLISK FORBRUG: OVERVÆGT

Forbrugerne er kun i mindre grad blevet påvirket af de negative effekter af handelskrigen. Lave renter, stærke jobmarkeder og øgede formuer (ejendomme, pensioner) holder forbrugertilliden høj og er med til understøtte den cykliske forbrugssektor.

ENERGI: OVERVÆGT

Energisektoren vil nyde godt af en potentiel bedring i global økonomi og byder på høje udbytter set i forhold til aktiemarkedet generelt. Sektoren har i 2019 klaret sig langt dårligere end markedet, blandt andet på grund af aftagende indtjeningsvækst, men vi vurderer, at prissætningen ser attraktiv ud nu med større upside end downside.



Vi har japanske aktier på undervægt. Japan døjer med lav strukturel vækst, og der er lave forventninger til indtjeningsvæksten i de japanske selskaber i 2020.

Foto: Odd Andersen/AFP/Ritzau Scanpix

Vores aktuelle allokering

Danske Bank forventer, at de overvægtede aktiver vil klare sig bedre end markedet generelt, og de undervægtede aktiver dårligere. Ved overvægt har vi derfor aktuelt en højere andel af det pågældende aktiv i vores portefølje, end vi forventer at have på langt sigt, og ved undervægt en lavere andel.

OVERORDNET ALLOKERING

Allokering på aktivklasser

Aktier	↑	Overvægt
Obligationer	↓	Undervægt
Kontanter	→	Neutral

OBLIGATIONER

Allokering inden for aktivklassen obligationer

Lokale obligationer	→	Neutral
Investment grade	↑	Overvægt
High yield	↓	Undervægt
Emerging markets-obligationer	↑	Overvægt
Globale statsobligationer	→	Neutral
Globale indeksobligationer	↓	Undervægt

AKTIER - REGIONER

Regional allokering inden for aktivklassen aktier

USA	↑	Overvægt
Europa	→	Neutral
Emerging markets	→	Neutral
Japan	↓	Undervægt
Danmark	→	Neutral

AKTIER - SEKTORER

Sektorallokering inden for aktivklassen aktier

Cyklisk forbrug	↑	Overvægt
Energi	↑	Overvægt
Finans/ejendomme	→	Neutral
Forsyning	→	Neutral
Industri	↓	Undervægt
IT	→	Neutral
Råvarer	→	Neutral
Stabilt forbrug	↓	Undervægt
Sundhed	→	Neutral
Kommunikationsservice	→	Neutral



Hvem er vi?

Strategy & Macro | Danske Bank House View



Henrik
Drusebjerg
Chefstrateg



Lars Skovgaard
Andersen
Seniorstrateg



Christian
Lie
Seniorstrateg



Kaisa
Kivipelto
Seniorstrateg



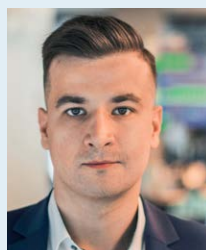
Maria
Landeborn
Seniorstrateg



Tuukka
Kempainen
Seniorstrateg



Sofie Manja
Eger Huus
Seniorstrateg



Povilas
Stankevičius
Strateg

Husk altid risikoen som investor:

Udgangspunktet for denne publikation er Danske Banks forventninger til makroøkonomien og de finansielle markeder. Hvis udviklingen afviger fra vores forventninger, kan det potentielt påvirke afkastet på eventuelle investeringer negativt og give tab.

Danske Bank har alene udarbejdet dette materiale til orientering, og det udgør ikke investeringsrådgivning.

Tal altid med en rådgiver, hvis du overvejer at foretage en investering på baggrund af dette materiale, og få afdækket, om en given investering passer til din investeringsprofil, herunder din risikovillighed, tidshorisont og tabsevne.

Danske Bank A/S
Holmens Kanal 2-12
1092 København K

Tlf. 33 44 00 00
CVR-nr. 61 12 62 28
danskebank.com