



Danske Bank
Quarterly House View Autumn 2019

Et vitalt kosttilskud til global økonomi – og din portefølje

Centralbankerne holder lige nu den økonomiske vækst og aktiemarkederne oven vande – assisteret af forbrugerne. Trods en mindre tsunami af usikkerhedsfaktorer rundt omkring i verden ser vi stadig et pænt afkastpotentiale i aktier, men samtidig kan værdien af obligationer i din portefølje næsten ikke overvurderes i øjeblikket, selv om renterne er historisk lave.

To kvinder på en bænk i Beijing. Den oprappede handelskrig mellem USA og Kina er den ubetinget største trussel mod global økonomi og de finansielle markeder.



Der venter os en bumpet vej forude

Lempelig pengepolitik og solidt forbrug er livlinerne for global økonomi og dine investeringer, nu hvor handelskrigen har taget til i styrke. Selv om vi fortsat ser potentiale i aktier, spiller obligationer en essentiel rolle i porteføljen i øjeblikket.

Hvis der er én ting, investorer især har lært de seneste måneder, så er det, hvor hurtigt tingene kan ændre sig. Nærmest dagligt har investorer været tvunget til at tilpasse sig nye udmeldinger og begivenheder både politisk, geopolitisk og økonomisk; handelskrig mellem USA og Kina, uvished om Brexit,

konflikt i Hormuzstrædet, spændinger i Kashmir, protester i Hongkong, truende statsbankerot i Argentina, invertering af rentekurven i USA osv. osv. – for ikke at tale om den evige strøm af økonomiske nøgletal og udmeldinger fra centralbanker, der skal tolkes på.

Så selv om vi fortsat ser et fornuftigt afkastpotentiale fra aktier i forhold til andre aktivklasser, er der ingen tvivl om, at der venter os en bumpet vej forude – og handelskrigen er det ubetinget største bump af dem alle.

Netop som vi i løbet af sommeren troede, at en våbenhvile var på plads, udsendte Donald Trump et nyt tweet om yderligere forhøjede toldsatser på kinesiske varer for 300 mia. dollars fra 1. september – og kineserne svarede igen med at stoppe for køb af landbrugsvarer fra USA. En voldsom eskalering. Og hvad gjorde Donald Trump derefter? Han udskød den ekstra told på udvalgte varer fra Kina som fx mobiltelefoner og bærbare computere for at redde julehandlen for de amerikanske forbrugere ... blot for at Kina i sidste uge varslede nye forhøjelser af de kinesiske toldsatser på varer fra USA, som ►►



Af Lars Skovgaard Andersen, seniorstrateg i Danske Bank.



Vores overbevisning er dog, at global økonomi trods alt stadig bevæger sig i den rigtige retning under den oprørte overflade, selv om usikkerheden afgjort er meget større end for et halvt år siden.

Forventet afkast fra globale aktier på

4-6%

de kommende 12 måneder målt i lokal valuta.



Overvægt i aktier



Undervægt i obligationer

Donald Trump promptte gengældte med yderligere toldsætter på kinesiske varer. Samtidig vil Donald Trump nu have amerikanske selskaber til at stoppe med at producere varer i Kina.

Udviklingen i handelskrigen viser med al tydelighed, hvor hurtigt og uforudsigeligt tingene kan ændre sig, og hver eneste ændring og udmelding udmønter sig for tiden i nye opture eller nedture på de finansielle markeder. Vores overbevisning er dog, at global økonomi trods alt stadig bevæger sig i den rigtige retning under den oprørte overflade, selv om usikkerheden afgjort er meget større end for et halvt år siden. Derfor fastholder vi en lille overvægt i aktier i vores porteføljer og en tilsvarende undervægt i obligationer.

Handelskrigen er desværre ikke et internt anliggende

Som nævnt er især handelskrigen en



Vi forventer tidligst en handelsaftale mellem amerikanerne og kineserne i 2020 – og formentlig først på den anden side af det amerikanske præsidentvalg til november næste år.

trussel mod den økonomiske vækst, og som verden ser ud lige nu, forventer vi tidligst en handelsaftale mellem amerikanerne og kineserne i 2020 – og formentlig først på den anden side af det amerikanske præsidentvalg til november næste år.

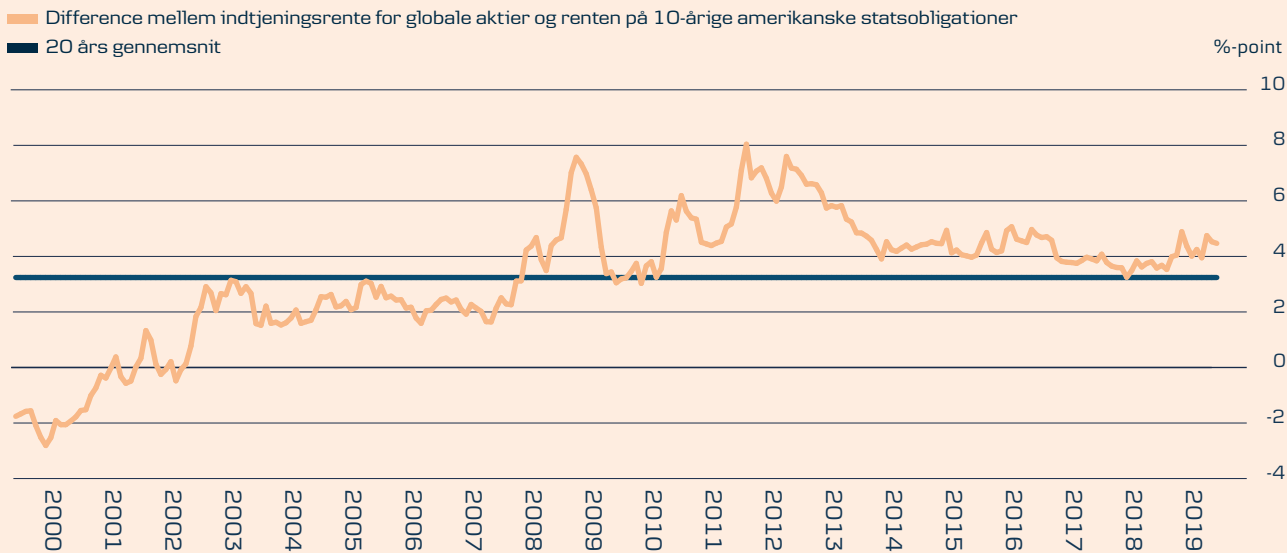
Indtil da vil de forhøjede toldsætter, som USA og Kina har pålagt hinandens varer, medføre højere omkostninger for både virksomheder og forbrugere, svække fremstillingssektoren og have

negative effekter på både erhvervstilliden og virksomhedernes investeringslyst.

Og desværre er handelskrigen ikke kun et internt anliggende mellem amerikanerne og kineserne. Fx har den lavere vækst i Kina ført til lavere kinesisk efterspørgsel efter varer fra europæiske eksportvirksomheder, og således er handelskrigen en global bekymring, som verden over har ført til nedjusteringer af den forventede fremtidige vækst. ▶▶

Fortsat pæn indtjening fra aktier i forhold til obligationer

For bedre at kunne sammenligne investeringer i aktier med obligationsrenten kan man omregne selskabers overskud til en såkaldt investeringsrente, som viser indtjeningen pr. aktie i procent. Denne investeringsrente kan så sammenlignes med obligationsrenten – og her ligger indtjeningsrenten for globale aktier på et pænt niveau i forhold til renten på 10-årige amerikanske statsobligationer. Grafen herunder viser udviklingen i differencen mellem de to rentesatser.



Kilde: Macrobond for perioden 01.07.1999-01.07.2019.

Foruden centralbankernes lempelige pengepolitik holder forbrugerne dampen oppe i global økonomi.

Forbrugere og centralbanker holder økonomien oppe

Den gode nyhed er, at privatforbruget og servicesektoren fortsat understøtter økonomien. Både i USA og Europa udgør forbrugerne i øjeblikket det vigtigste støttepunkt for den økonomiske vækst, men hvis opbremsningen i fremstillingssektoren forværres, kan det dog få konsekvenser for at holde igen med at ansætte folk – eller i værste fald begynde at fyre – og det vil ramme forbruget. Det ser vi fx tegn på i Tyskland. For nuværende vurderer vi dog, at arbejdsmarkedet overordnet set er stærke nok til at bære økonomien. Høj beskæftigelse, stigende lønninger og lav inflation udgør en solid kombination.

Samtidig har handelskrigen og den

aftagende vækst fået centralbankerne til at skifte kurs, så de lempet pengepolitikken i stedet for at stramme:

- I USA sænkede den amerikanske centralbank, Fed, renten i slutningen af juli, og vi forventer yderligere fem rentesænkninger inden for det kommende år.
- I Europa forventer vi en enkelt rentesænkning fra Den Europæiske Centralbank i løbet af efteråret samt en genoptagelse af bankens opkøb af obligationer.

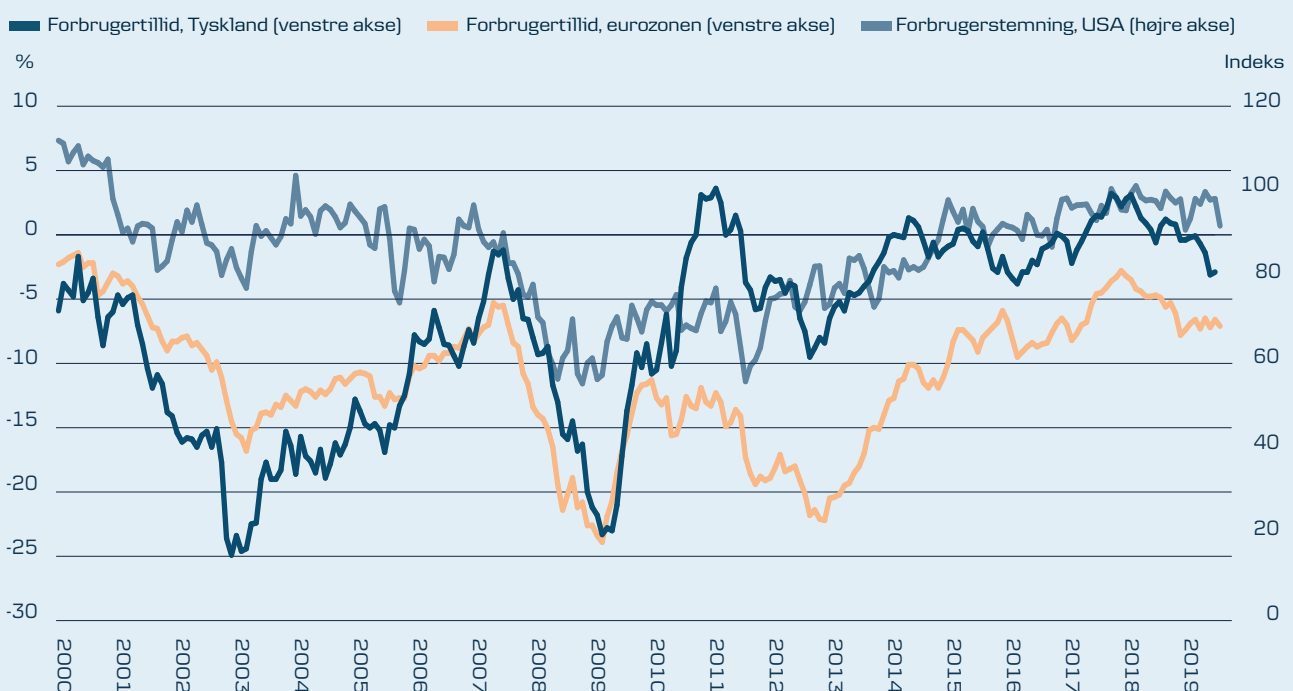
Den pengepolitiske stimuli fra centralbankerne vil dermed også være en anden faktor, der understøtter væksten og virksomhedernes indtjening. ►►



Vi vurderer, at arbejdsmarkedet overordnet set er stærke nok til at bære økonomien. Høj beskæftigelse, stigende lønninger og lav inflation udgør en solid kombination.

Forbrugerne holder modet oppe

Forbruget er en vigtig drivkraft for global økonomi i øjeblikket, og tillidsindikatorerne for forbrugerne ligger stadig på pæne niveauer, selv om vi især i Tyskland har set et tilbagefald.





De folkelige protester i Hongkong trækker i langdrag og er en af de politiske og geopolitiske usikkerhedsfaktorer, vi har fokus på i øjeblikket.



Obligationerne er det kosttilskud, der holder din portefølje sund og stærk og mindre sårbar over for de rysteture, der fortsat vil være.

Billedligt talt tilfører centralbankerne lige nu et vitalt kosttilskud til global økonomi – og dermed også til vores forventning om, at aktier fortsat har et større potentiale end obligationer. Vi ser p.t. ingen nært forestående økonomisk recession.

Fasthold fokus på aktier, men glem ikke obligationer

Kombinationen af især det solide privatforbrug, de lempelige centralbanker og lave eller negative renter på obligationer gør, at vi aktuelt ser mere værdi i aktiemarkederne. Men som beskrevet er der masser af usikkerhedsfaktorer, der kan skubbe aktiemarkederne ud af kurs, og derfor har vi også mere moderate afkastforventninger end tidligere på året. I løbet af de kommende 12 måneder forventer vi et afkast på 4-6 pct.

Ser vi på obligationsmarkederne, efterlader de lave eller negative renter et meget beskedent afkastpotentiale fra obligationer – men ikke desto mindre udgør obligationer i øjeblikket en ekstremt vigtig brik i en veldiversificeret portefølje. Obligationer er et stabiliserende element, der giver en vis grad af sikkerhed, og især i usikre tider som nu kan værdien af denne egenskab ved obligationer næsten ikke overvurderes. På samme måde, som centralbankernes pengepolitik udgør et vitalt kosttilskud for global økonomi, er obligationerne det kosttilskud, der holder din portefølje sund og stærk og mindre sårbar over for de rysteture, der fortsat vil være en del af virkeligheden som investor i den kommende tid.



Det holder strategien øje med de kommende måneder

HANDELSKRIG: Fastholder amerikanerne og kineserne status quo, eller ser vi en udvikling til det bedre eller værre? Gør Donald Trump alvor af trusler om en toldkrig med Europa?

BREXIT: Deadline for Brexit er den 31. oktober – hvad gør Boris Johnson, hvor hårdt vil han gå til EU, kommer der nyvalg i Storbritannien, og giver EU briterne nogle indrømmelser? Forvent endnu en omgang Brexit-støj.

VALGKAMP I USA: Den amerikanske præsidentvalgkamp tager til med intensiveret kapløb om at blive demokraternes modkandidat til Donald Trump. Ved seneste præsidentvalg hæmmede politiske udmeldinger om lavere medicinpriser aktierne i sundhedssektoren – det kan gentage sig.

PENGEPOLITIK: Mario Draghi, chef for Den Europæiske Centralbank, giver stafetten videre til Christine Lagarde – kan det få betydning for pengepolitikken i Europa? Og hvad kommer der generelt af udmeldinger og lempelser fra centralbankerne?

FORBRUG: Forbrugerne er utroligt vigtige for at holde dampen oppe i global økonomi i øjeblikket – hvordan udvikler de forbrugerrelaterede data sig?

TYSK FINANSPOLITIK: I Tyskland er der tiltagende fokus på mulighederne for finanspolitiske lempelser for at sparke gang i økonomien, som halter gevaldigt – udmønter det sig i konkrete tiltag, og bliver der i så fald gjort alvor af snakken om lempelser, der understøtter den grønne omstilling?

ARGENTINSK VALG: I Argentina vælger de ny præsident i oktober – vil den nye præsident arbejde sammen med IMF om genopretning af den kuldsejlede argentinske økonomi? Frygten for det modsatte har i august udløst stor nervøsitet på de finansielle markeder – det kan gentage sig.

KLIMA: FN afholder klimakonference i New York i september forud for det helt store klimatopmøde i Chile til december – kan det fyre yderligere op under den grønne omstilling og de investeringsmuligheder, der gemmer sig der?

HONGKONG: Falder der ro på de folkelige protester mod Kinas indflydelse i Hongkong, eller eskalerer situationen yderligere? Skrider kineserne ultimativt ind for at dæmme op for protesterne (hvad vi ikke forventer), kan det påvirke stabiliteten i regionen, herunder også Taiwans appetit på et tættere forhold til Kina i fremtiden, og det vil potentielt kunne få effekt på finansmarkederne.

ITALIENSK POLITIK: Den nydannede regering i Italien reducerer risikoen for en ny budgetstrid med EU. De politiske spændinger er dog fortsat høje i Italien, og risikoen for et nyt valg er stadig reel. Når det gælder italiensk politik, skal man aldrig føle sig for sikker på noget.



Invertering af rentekurven gør investorer nervøse

I midten af august inverterede rentekurven i USA, og det har historisk set været en af de bedste indikatorer på en forestående recession.

Rentekurven viser sammenhængen mellem renter og løbetider for obligationer, og normalt er kurven stigende. Jo længere løbetider, jo højere renter. Modsætningen til denne normaltilstand er en invers rentekurve, hvor de korte renter (fx 2-årige statsrenter) er højere end de lange renter (fx 10-årige statsrenter). En invertering af rentekurven kan fx indtræffe, hvis markedet forventer, at økonomien har nået et smertepunkt, hvor Fed skal til at stimulere igen (hvad Fed er i gang med), og de forventede fremtidige rentesænkninger først indpriser i de lange renter, som dermed bliver lavere end de korte renter.

Inverteringen af rentekurven bør dog ikke i sig selv give anledning til panik og aktiesalg. For hvis man siger A og tillægger inverteringen af rentekurven betydning, må man retfærdigvis også sige B og se på, hvordan økonomien

og aktierne så rent faktisk har reageret i forbindelse med tidligere inverteringer af rentekurven.

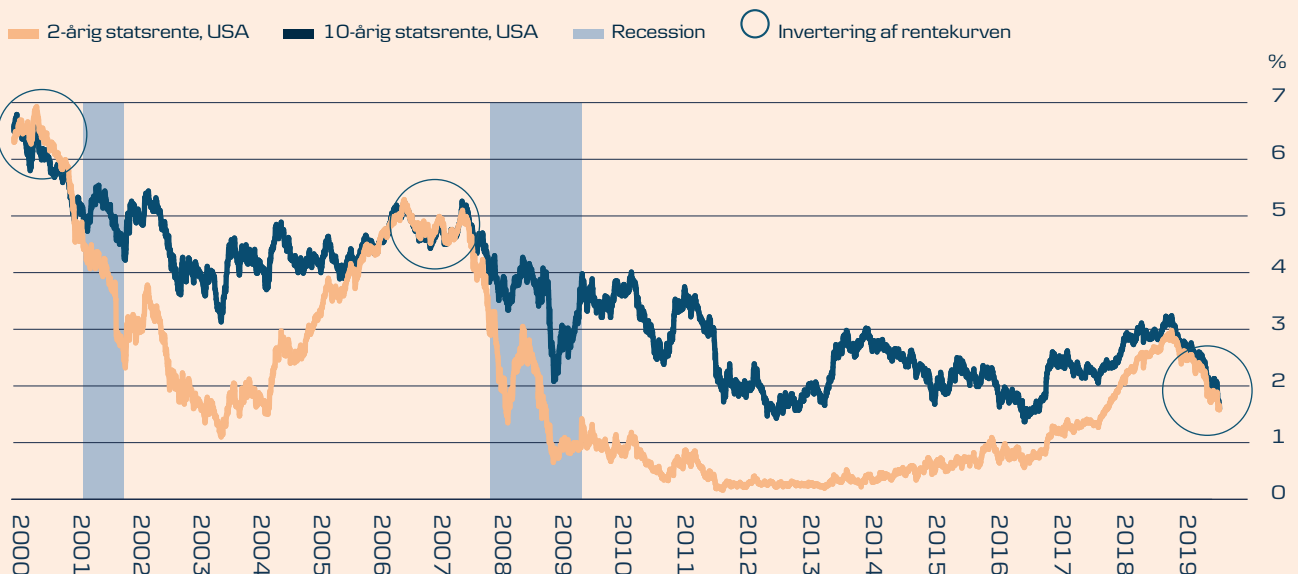
Her er især to facts værd at hæfte sig ved:


- Siden midten af 1970'erne er der i gennemsnit gået 17 måneder, fra rentekurven inverterede i USA, til økonomien er gået i recession.
- Og selv efter en invertering af rentekurven har aktier siden midten af 1970'erne blot givet et negativt afkast de følgende 12 måneder i to ud af syv tilfælde – og det gennemsnitlige afkast har været 14,1 pct.

Set i et større perspektiv er det samtidig usikkert, hvor stor betydning man bør tillægge de historiske rentemønstre, for siden finanskrisen i 2008-2009 har centralbankerne ført lempelig pengepolitik på en måde (kvantitative lempelser), som vi aldrig har set tidligere. Der er ikke noget i vores modeller i Danske Bank, der peger på en nært forestående recession.

Rentekurven er inverteret igen i USA

Den lange rente (10 år) blev senest lavere end den korte rente (2 år) forud for finanskrisen og før det i forbindelse med dot.com-boblen.





Nye elkabler lægges i jorden ved Burgdorf i Tyskland. Skal tyskerne omstille fra kulraft og samtidig køre elbiler i fremtiden, kræver det massive investeringer i det tyske elnet, og ideen om lempelig finanspolitik med fokus på grøn omstilling nyder stadig større opmærksomhed i Tyskland.

5 spørgsmål, alle investorer bør stille

? Hvad sker der, hvis den kinesiske valuta, yuan, fortsætter med at blive svækket?

Efter den seneste forhøjelse af toldsatser fra Donald Trump har amerikanerne beskyldt kineserne for at svare igen ved at lade deres kinesiske valuta, yuan, svække. En svækkelse af yuan styrker konkurrenceevnen for kinesiske virksomheder og kan dermed afbøde en del af handelskrigens negative effekter på kinesisk økonomi.

En yderligere svækkelse af yuan vil formentlig blive opfattet som en rød klud af Donald Trump og føre til skærpet retorik i handelskrigen, og dette vil øge den generelle usikkerhed og kan skade økonomierne og aktiemarkederne - og få renterne til at falde yderligere.

Donald Trump har truet med valutakrig, hvor amerikanerne intervenserer i valutamarkederne for at svække dollaren, men hans problem er, at han i så fald har brug for hjælp fra den amerikanske centralbank, som han ikke kontrollerer - uanset hvor meget han ønsker det. Og derfor må han ty til de værktøjer, han selv har at gøre godt med, som fx en yderligere optrapning af handelskrigen, selv om det ikke hidtil har fået kineserne til at efterkomme hans ønsker.

? Kan økonomien komme op i gear igen?

Lige nu bliver global økonomi svækket, og det bør efter vores opfattelse være udgangspunktet for investorer i den nærmeste fremtid. Men får vi en handelsaftale mellem USA og Kina for forventet, kan det fjerne en betydelig usikkerhedsfaktor og give global økonomi en vitaminindsprøjtning.

Øget stimuli af økonomien i Kina og mere lempelig finanspolitik i USA er andre faktorer, der vil kunne løfte væksten. Det handler altså i høj grad om politik.

? Har centralbankerne tilstrækkeligt mange værktøjer?

Nogle investorer er bekymrede for, om Fed og ECB har tilstrækkeligt meget ammunition til at forlænge det økonomiske opsving. Det er åbenlyst, at Fed - og i særdeleshed ECB - har mindre råderum for rentesænkninger end ved tidligere opbremsninger i økonomien. Dertil kommer dog også muligheden for nye kvantitative lempelser (QE), dvs. at centralbankerne opkøber obligationer for at presse renterne ned og sende mere likviditet ud i markederne.

Effekten af QE er dog til debat. På kortere sigt er vores vurdering imidlertid, at centralbankerne har de fornødne værktøjer til at stimulere økonomien i tilstrækkelig grad - blandt andet fordi centralbankerne de senere år løbende har formået at

udvide paletten af pengepolitiske værktøjer, de kan tage i brug, og fortsat har ubenyttede strenge at spille på.

? Ser de fundamentale forhold for aktier stadig fornuftige ud?

Væksten i selskabernes indtjening er middelmådig i 2019, selv om seneste regnskabssæson bød på visse positive overraskelser. Samtidig er der fortsat høje estimater for indtjeningsvæksten i 2020, så hvis vi ikke ser en bedring i makroøkonomien, risikerer vi, at disse forventninger må korrigeres. Her er centralbankernes lempelige pengepolitik den helt afgørende faktor, der kan understøtte den økonomiske vækst og selskabernes indtjening og dermed afværge de største skuffelser. Ser vi på aktiernes værdiansættelse, er de ikke billige set i et historisk perspektiv, men i det nuværende lavrentemiljø ser de stadig forholdsvis attraktive ud i forhold til obligationer.

? Er der råderum til et finanspolitisk boost af økonomien?

Ja, politikerne har fortsat mulighed for at stimulere væksten med finanspolitisk stimuli som fx skattelettelser og offentlige investeringer. I Kina forventer vi øget finanspolitisk støtte til økonomien for at opveje de negative effekter af handelskrigen - men hvor kineserne tidligere stimulerede bredt med fx meget store offentlige anlægsinvesteringer, som også gavnede eksportører af varer og råstoffer til Kina, fokuserer kineserne i dag mere på at stimulere det hjemlige forbrug. Dermed er kinesernes finanspolitiske tiltag ikke i samme omfang som tidligere en løftestang for global økonomi.

I USA er gældsloftet (der har været et evigt tilbagevendende tema) blevet suspenderet i to år, og det betyder, at der nu er åbnet op for finansieringen af finanspolitiske væksttiltag, hvis Donald Trump ønsker at gå den vej.

I Tyskland har den økonomiske opbremsning ført til intensiveret debat om mulighederne for finanspolitiske tiltag, så også her vil det potentielt kunne understøtte økonomien i fremtiden, og det vil være en stærk joker for europæisk økonomi. Tyskland har en langt mindre statsgæld end USA og dermed større råderum for finanspolitisk stimuli, men tidligere har tyskerne ikke haft brug for det, og samtidig har tyskerne selv opsat stramme rammer for, hvor meget deres gæld må vokse. Spørgsmålet er, om der kan findes politisk opbakning til at fravige fra disse rammer.

Her ser vi størst afkastpotentiale

Vi overvægt USA og undervægt Japan

Vi ser aktuelt det største afkastpotentiale i amerikanske aktier. Hidtil har vi set, hvordan amerikanske aktier har klaret sig bedre end andre aktiemarkeder, når handelskrigen er eskaleret, ligesom forbruget ser stærkest ud i USA. Det retfærdiggør den højere værdiansættelse på amerikanske aktier set i forhold til andre markeder, ligesom den højere værdiansættelse også dækker over, at USA har flere vækstselskaber inden for blandt andet teknologi. Samtidig forventes de amerikanske selskaber at have en højere indtjeningsvækst end de europæiske og japanske selskaber i 2020, og Fed har mere ammunition i bøssen end de andre store centralbanker. Til sammenligning ser vi mindre upside i japanske aktier, der lider under den træge vækst i Japan og en centralbank med begrænset handlerum, og intensiverer Donald Trump dertil sit fokus på toldsatter på importerede biler, vil det ikke blot ramme europæiske aktier, men også de japanske. Som modvægt til vores overvægt i amerikanske aktier undervægt vi derfor fortsat japanske aktier.

Intet stort potentiale i hverken Europa eller emerging markets

Handelskrigen er en lyseslukker for både Europa og emerging markets. Fokuserer vi på Europa først, er væksten bremsset yderligere op, og Tyskland, som plejede at være kronjuvelen i europæisk økonomi, ser i særdeleshed svag ud. Sektorerne industri og finans vægter tungere i Europa end i USA, og disse sektorer lider under hhv. handelskrigen og de lave renter – og dertil kommer Brexit, som giver stor usikkerhed om britiske aktier. Som modvægt til disse udfordringer forventer vi dog en vis støtte fra pengepolitiske lempelser fra ECB, ligesom de meget lave eller negative renter på europæiske obligationer trækker investorer mod europæiske aktier. Alt i alt gør det, at vi har neutral vægt i europæiske aktier. Emerging markets-aktier med Kina i spidsen er også blevet hårdt ramt af handelskrigen, og vi forventer, at det fortsætter. Selv om forventningerne til selskabernes indtjening er blevet løftet en anelse, er der på kortere sigt stor usikkerhed. Kinesernes stimuli af økonomien i Kina er dog en understøttende faktor, og derfor har vi også neutral vægt i emerging markets-aktier.

Søg sikkerhed i obligationsmarkederne

Det virker instinktivt forkert at investere i obligationer, når renterne er så lave eller direkte negative, som tilfældet er i dag. Men alligevel er obligationer en tvingende nødvendighed, hvis du ønsker diversifikation i porteføljen og en vis grad af sikkerhed i disse usikre tider – og her er det især obligationer med høj kreditkvalitet – som fx statsobligationer og investment grade-virksomhedsobligationer – der tilfører stabilitet til porteføljen. Investment grade-obligationerne er efter vores vurdering fair prisfastsat og kan give en fornuftig merrente i forhold til risikoen. Samtidig kan pengepolitiske lempelser fra Fed og ECB og vigende risikoappetit fortsat øge efterspørgslen efter obligationer, så der yderligere kan være mindre kursgevinster at hente i den nærmeste fremtid. Vores vurdering er dog, at renterne er nær bunden, men på kortere sigt kan forøget usikkerhed potentielt presse renterne yderligere ned.

Emerging markets-obligationer er et bedre valg end high yield-virksomhedsobligationer

Selv om vi har fokus på sikkerhed, bliver vi også nødt til at afsøge mulighederne for afkast i obligationsmarkederne – og uden risiko, intet afkast. Her vurderer vi i øjeblikket, at den mere risikobetonede andel af obligationsinvesteringerne i en portefølje bør have overvægt i emerging markets-obligationer på bekostning af high yield-virksomhedsobligationer, som lige nu giver en historisk lav merrente i forhold til de mest sikre statsobligationer. Til sammenligning er merrenten fra emerging markets-obligationer, som primært er statsobligationer fra emerging markets, efter vores vurdering mere fair, selv om det forventede merafkast naturligvis kommer med en risiko. Handelskrigen og en potentiel valutakrig kan svække emerging markets-økonomierne og underminere statsbudgetterne. På den anden side forventer vi, at investorernes fortsatte søgen efter afkast i lavrentemiljøet vil være med til at understøtte aktivklassen.

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
Konter	→	Neutral

OBLIGATIONER

Allokering inden for aktivklassen obligationer

Lokale obligationer	→	Neutral
Investment grade	↑	Overvægt
High yield	↓	Undervægt
Emerging markets-obligationer	↑	Overvægt
Globale statsobligationer	↑	Overvægt
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	→	Neutral
Finans/ejendomme	↓	Undervægt
Forsyning	↑	Overvægt
Industri	↓	Undervægt
IT	→	Neutral
Råvarer	→	Neutral
Stabilt forbrug	→	Neutral
Sundhed	→	Neutral
Kommunikationsservice	→	Neutral



Hvem er vi?

Strategy & Macro | Danske Bank House View



Lars Skovgaard
Andersen
Seniorstrateg



Christian
Lie
Seniorstrateg



Kaisa
Kivipelto
Seniorstrateg



Maria
Landeborn
Seniorstrateg



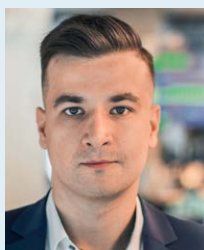
Tuukka
Kemppainen
Seniorstrateg



Sofie Manja
Eger Huus
Seniorstrateg



Anders Haulund
Vollesen
Strateg



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 1262 28
danskebank.com