



Danske Bank
Quarterly House View Q2 2019

Strategi: Aktierne belønner de frygtløse

Selv om en række usikkerhedsfaktorer fortsat skaber nervøsitet på de finansielle markeder, byder aktier på det mest attraktive afkastpotentiale, vurderer seniorstrateg Lars Skovgaard Andersen. I det nye Quarterly House View forklarer han hvorfor og udpeger de mest interessante investeringsområder.



Kinesisk økonomi har været ramt af uventet vækstnedgang, men vi forventer, at økonomiske stimuli fra myndighederne vil vende udviklingen – blandt andet via investeringer i infrastruktur. Her ses produktionen af det kinesiske højhastighedstog med tilnavnet 'bullet train'.

Er der mere brændstof i tanken på aktiemarkedene?

Efter en stærk start på 2019 har aktierne indhentet meget af det tabte, men spørgsmålet er, om tanken snart er tom, og vi kører på dampene? Vi sætter fokus på, hvor de næste kursstigninger skal komme fra.

Buy the dip. Sådan lyder en klassisk talemåde, som refererer til, at man skal udnytte kursdyk (dips) på aktiemarkedene til at købe op. I tidens løb har talemåden utallige gange vist sit værd – senest efter de store kursfald i slutningen af 2018, for med den gode start for aktierne i 2019 har vi indhentet en pæn del af det tabte.

Men nu er vi imidlertid også ved at være der, hvor der er 'no more dip left to buy'. Skal aktiekurserne videre



Vi er nu nået op på et kursniveau, hvor aktierne ikke længere er oversolgte og ligner et røverkøb som i slutningen af december.

op herfra, kræver det ny næring til de finansielle markeder. Vores forventning er dog, at den makroøkonomiske og politiske udvikling kommer til at understøtte aktierne resten af 2019, og at der dermed er mere at komme efter for aktieinvestorer.

Hvorfor vendte markederne så hurtigt?

Januar i år blev den bedste januar for amerikanske aktier (S&P 500) siden 1987, og den faldt umiddelbart efter den værste december siden 1931. Det illustrerer, hvor hurtigt investorernes humør kan skifte. Stemningsskiftet var især udløst af en opblødning i flere centrale usikkerhedsfaktorer, som plagede investorerne mod slutningen af 2018:

- Den amerikanske centralbank, Fed, slog autopiloten fra og fik overbevist markederne om, at den ikke ukritisk vil hæve renterne. Investorerne var ellers bange for, at Fed ville kvæle det økonomiske opsving med for mange og for hurtige renteforhøjelser, men centralbanken signalerede, at den nøje følger den økono- ▶▶



Af Lars Skovgaard Andersen, seniorstrateg i Danske Bank.

Forventet afkast fra globale aktier på

5-7%

de kommende 12 måneder målt i lokal valuta.



Overvægt i aktier



Undervægt i obligationer

miske og finansielle udvikling. Det beroligede investorerne.

- Samtidig var der tegn på fremskridt i forhandlingerne mellem USA og Kina. Handelskrigen mellem de to lande har ellers været den helt store hovedpine i det forgange år.
- Og endeligt virkede de store kursfald simpelt hen overgjorte set i forhold til de fornuftige udsigter for den økonomiske vækst og den attraktive værdiansættelse af aktierne.

Hvad venter forude for aktierne?

Efter vores vurdering har de hidtidige kursstigninger i 2019 dermed været fuldt berettigede, men til gengæld er vi nu også nået op på et kursniveau, hvor aktierne ikke længere er oversolgte og ligner et røverkøb som i slutningen af december. Så hvad nu herfra? Vores forventning er, at aktiemarkederne

fortsat vil få medvind fra de faktorer, der har drevet kursudviklingen hidtil i år. Konkret drejer det sig om følgende faktorer:

- Vi forventer en fortsat solid økonomisk vækst og ser ikke en recession indtræffe i år.
- Vi forventer, at USA og Kina indgår en aftale, der lægger låg på handelskrigen.
- Vi ser en lille sandsynlighed for et hårdt brexit uden aftaler om fremtidige vilkår for samhandel mellem Storbritannien og EU.
- Selv om vi forventer pengepolitiske stramninger fra centralbankerne, vil de efter vores vurdering gå meget forsigtigt til værks både i USA og Europa, så de ikke kvæler den økonomiske vækst.
- I Kina har regeringen taget initiativer til at stimulere økonomien, mens vi i

Europa forventer mere understøttende finanspolitik, og det forventes at være med til at stabilisere den økonomiske udvikling, der har skuffet i Kina og Europa de seneste kvartaler.

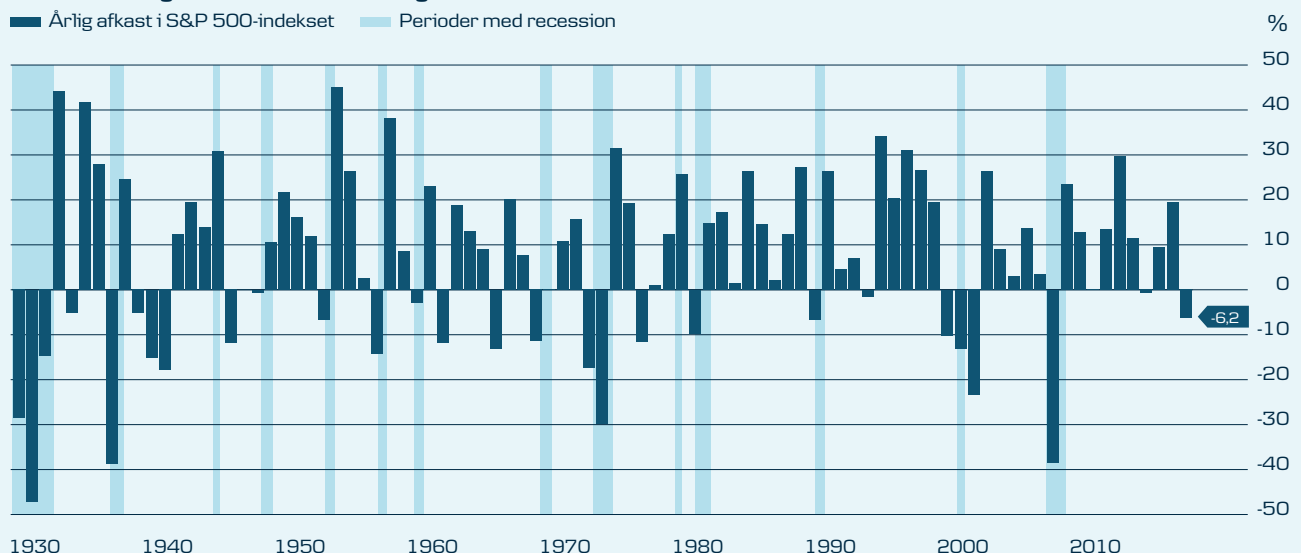
- Og endelig er forventningerne til virksomhedernes indtjening ikke så høje som sidste år, hvilket gør det lettere for selskaberne at overraske positivt.

Med vores forventning om solid økonomisk vækst har vi derfor også svært ved at forestille os lavere renter i den kommende tid, ligesom pengepolitiske stramninger gradvist vil presse renterne opad. Vi forventer derfor, at stats- og realkreditobligationer vil give et begrænset afkast i den kommende tid, og derfor fastholder vi overvægten af aktier i vores porteføljer og vores tilsvarende undervægt af obligationer. ▶▶

Kursfald er typisk enlige svaler

Ser vi på det amerikanske S&P 500-indeks, har vi aldrig oplevet to år i træk med negative aktieafkast i perioder, hvor vi ikke har befundet os i en økonomisk recession. Historiske afkast er dog ingen garanti for fremtidige afkast.

Sammenhæng mellem aktieafkast og recessioner





Den amerikanske centralbankchef, Jerome Powell, gav i slutningen af 2018 investorerne øget tro på fremtiden med udmeldinger om en mere forsigtig tilgang til renteforhøjelser. Efter store aktiekursfald var det tiltrængt.

Husk obligationerne

Selv den bedste plan kan imidlertid møde uventet modstand, og derfor bør obligationer altid udgøre en vigtig del af en afbalanceret portefølje. Udviklingen i 2018 illustrerede på perfekt vis værdien af obligationer i porteføljen. Mens aktiemarkederne i årets sidste kvartal var præget af store udsving og kursfald, søgte mange investorer ly i de mere sikre dele af obligationsmarkedet, og det var med til at presse obligationskurserne op og dermed reducere tabet i en balance-ret portefølje med aktier og obligationer.

Selv om vi har mest positive forventninger til aktierne, er der også stadig væsentlige risikofaktorer, man skal være bevidst om. Aktierne kan fx blive negativt ramt, hvis vi mod forventning ikke får lagt låg på handelskrigen mellem USA og Kina, hvis vi får et hårdt brexit, eller hvis Donald Trump potentielt genvinder interessen for en handelskonflikt med Europa. Samtidig kan de pengepolitiske stramninger fra centralbankerne fortsat skabe usikkerhed og uro, ligesom det måske trækker ud med den forventede stabilisering af økonomierne i Kina og Europa.

Alt i alt ser vi derfor fortsat risiko for væsentlige markedsudsving, men overordnet peger pilen dog opad. Herunder går vi i dybden med nogle af de faktorer,

der kan give ny næring til aktiemarkederne og sikre fortsat fremgang i 2019:

Vækst er en nøgelfaktor for aktier

Generelt er økonomisk vækst en forudsætning for stigende aktiekurser. Tillidsindikatorerne for erhvervslivet har imidlertid været negativt påvirkede af begivenheder som handelskrig, usikkerhed om brexit, bekymringer om den kinesiske vækst og udfordringer for den tyske bilindustri. Det har tilsammen sået tvivl om holdbarheden af væksten i den nuværende, sene fase af det økonomiske opsving, men i det regnestykke skal man ikke glemme forbrugerne. De udgør en anden central brik i økonomien, og her er strammere arbejdsmarkeder i Europa og USA med til at løfte lønningerne. Det kan være med til at understøtte forbruget og væksten.

Hvis den politiske usikkerhed aftager, kan det samtidig bidrage til at løfte tillidsindikatorerne og holde økonomien på sporet.

Elefanten i rummet

Handelskrigen er den store elefant i rummet på de finansielle markeder, men amerikanerne og kineserne gør fremskridt i forhold til en forhandlingsløsning ansporet af, at begge parter lider under konflikten. Set fra et politisk

synspunkt begynder Donald Trump formentlig også at være mere tilbøjelig til at finde en løsning. Indtil videre har de to landes gensidige straffetold især været rettet mod varer, der ikke er så synlige for de private forbrugere – og dermed vælgerne. Men hvis USA indfører yderli-



Hvis USA indfører yderligere toldsatser, er forbrugsgoder de næste i køen til at blive dyrere, hvilket ikke vil være populært blandt amerikanerne.

gere toldsatser, er forbrugsgoder de næste i køen til at blive dyrere, hvilket ikke vil være populært blandt amerikanerne. Derfor giver både de seneste nyheder om udviklingen i forhandlingerne og de politiske incitamenter os anledning til at antage, at sandsynligheden for en aftale mellem USA og Kina er øget.

Da Donald Trump ikke er historiens mest forudsigelige præsident, og aftalen ikke er lukket endnu, kan udviklingen dog stadig tippe begge veje og give anledning til fornyet uro på aktiemarkederne. Hvis først en aftale falder på plads, kan det til gengæld blive modtaget rigtig positivt af investorerne, selv om en del af den positive effekt allerede er indregnet i aktiekurserne.

De færreste ønsker hårdt brexit

Det står fortsat hen i det uvisse, hvordan dramaet om brexit ender, når Storbritannien efter planen træder ud af EU den 29. marts. Skræks scenariet er et hårdt brexit uden rammer for fremtidig handel mellem EU og Storbritannien. ►►

Forventet økonomisk vækst i 2019

De store udsving på aktiemarkederne i 2018 var blandt andet udløst af bekymringer om, at vi stod på tærsklen til en recession, men det er absolut ikke vores hovedscenarie i Danske Bank, hvor vi forventer en fortsat pæn vækst i 2019 og ind i 2020.



Eurozonen

1,5%

(2020: 1,5%)



USA

2,7%

(2020: 2,0%)



Kina

6,2%

(2020: 6,2%)

nien, hvilket især vil gøre ondt på de britiske virksomheder.

Trods usikkerheden forventer vi fortsat en aftale om et såkaldt ordentligt brexit med fornuftige rammer for fremtiden, og det vil kunne fjerne usikkerhed fra de finansielle markeder og løfte erhvervstilliden især i Europa. Lige nu er vores hovedscenarie dog, at briterne udskyder udtrædelsen af EU, så der er bedre tid til at nå til enighed om rammerne for et ordentligt brexit.

Midt i den kaotiske situation er det vigtigt at huske, at de færreste ønsker et hårdt brexit, men intet er som bekendt afklaret endnu, og derfor kan udviklingen fortsat tippe begge veje, så brexit både kan blive en kurstrigger for aktiemarkederne og en hæmsko.

Markedsvenlig politik i Europa og Kina

I Europa nyder vi fortsat godt af en

meget lempelig pengepolitik med rekordlave renter, men vi kan forvente en gradvis normalisering fra Den Europæiske Centralbank, ECB, og det kan udløse nervøsitet på markederne. Da inflationstrykket fortsat er yderst behersket, forventer vi dog, at ECB går så langsomt til værks med stramningerne, at det ikke vil udløse større pessimisme. Samtidig forventer vi en mere lempelig finanspolitik, ikke mindst i Tyskland, der kan være med til at understøtte og stabilisere økonomien i Europa.

I Kina har handelskrigen ført til en uventet hård opbremsning i økonomien og udbredte bekymringer om væksten i emerging markets, og den kinesiske regering har svaret igen med tiltag for at stimulere økonomien. Tiltagene omfatter blandt andet øgede investeringer i infrastruktur, en lempelse af skatter og afgifter for forskellige kategorier af virksomheder samt lempelse af kravene

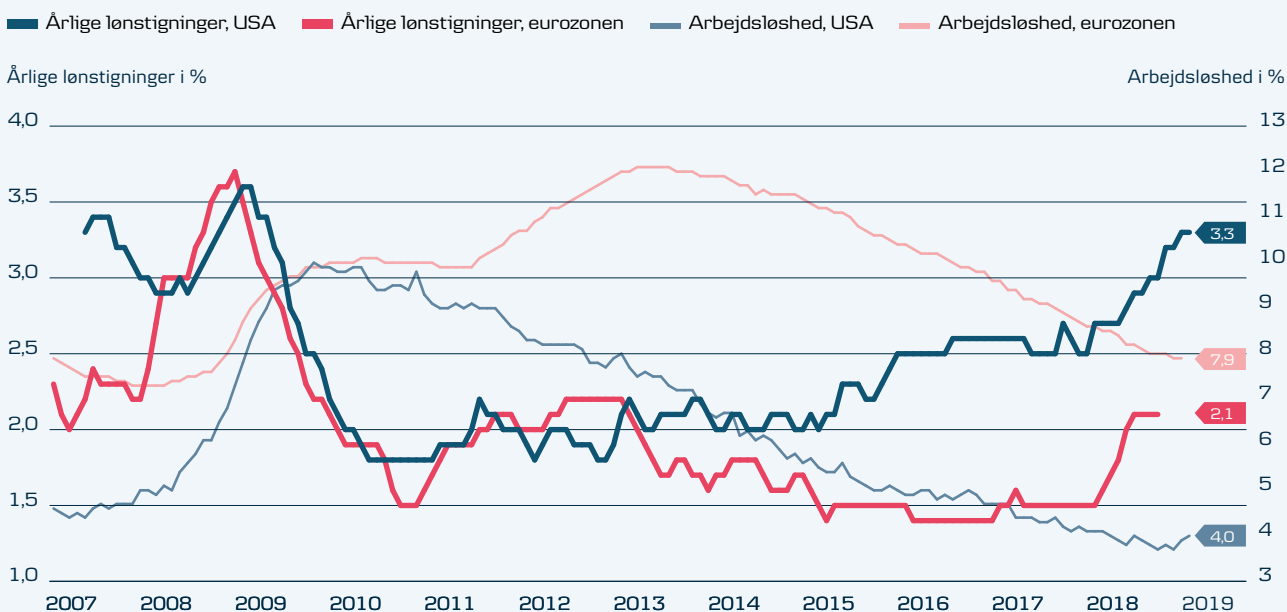
til bankernes kapitalreserver for at øge udlånet. Vi forventer, at effekten af disse tiltag vil begynde at afspejle sig i de økonomiske indikatorer i 2. kvartal, og vi har allerede set, hvordan det har været med til at løfte aktierne i emerging markets. Samtidig kan det på et større plan bidrage til at løfte den globale erhvervstillid og blandt andet have en positiv afsmitning på den eksportafhængige europæiske økonomi.

Lavere forventninger kan være positivt

Selv om der fortsat er udsigt til solid vækst i selskabernes indtjening i 2019, har vi set en bølge af nedrevideringer af analytikernes forventninger, men de lavere forventninger er ikke nødvendigvis negativt. Med mere beherskede forventninger til den fremtidige indtjening er der efter vores opfattelse mindre risiko for skuffelser – og større ►►

Stærke arbejdsmarkeder styrker forbruget

Faldende arbejdsløshed og stigende lønninger understøtter forbruget, som er en vigtig brik i økonomien.



Kilde: Macrobond.

muligheder for positive overraskelser.

Mod slutningen af 2018 led en række store selskaber på aktiemarkederne under et mismatch mellem forventninger og realiteter. Mange investorer forventede en fortsat strøm af resultater, der var bedre end forventet, mens selskaberne modsat begyndte at dæmpe deres guidance for fremtiden. Den lavere guidance var blandt andet affødt af de mange usikkerhedsfaktorer, der har domineret i den senere tid, og det fik noget af luften til at sive ud af ballonen på aktiemarkederne, så vi nu

formentlig befinder os på et niveau med bedre overensstemmelse mellem investorenes forventninger og den faktiske indtjening i de kommende kvartaler.

I løbet af den seneste regnskabs-sæson har vi da også oplevet, at investorerne har stillet sig tilfredse med regnskaber, der ikke var prangende, men blot okay, hvor det sidste år kunne have udløst meget negative kursreaktioner. Det afspejler på fin vis visdommen i et klassisk citat fra den amerikanske investor Warren Buffett: Lave forventninger er opskriften på et lykkeligt liv.



Mod slutningen af 2018 led en række store selskaber på aktiemarkederne under et mismatch mellem forventninger og realiteter.

Her ser vi størst potentiale i aktiemarkederne



EMERGING MARKETS: Lysere udsigter

Aktier fra emerging markets havde et hårdt 2018. Handelskrigen har tyngt økonomierne i emerging markets, ikke mindst den kinesiske, men med økonomiske stimuli i Kina og fremskridt i forhandlingerne mellem USA og Kina er regionen igen begyndt at fange investorenes interesse. Vi forventer, at interessen vil tage yderligere til.

Stigende renter i USA og en stærkere dollar har også været negative faktorer for emerging markets, men det er blevet et mindre tema, efter den amerikanske centralbank har dæmpet retorikken omkring fremtidige renteforhøjelser. Samtidig er der udsigt til, at væksten i virksomhedernes indtjening i emerging markets vil overhale indtjeningsvæksten i de amerikanske virksomheder, hvor effekten af Donald Trumps skattereform begynder at aftage.

Tilsammen bidrager disse faktorer til, at vi har overvægt i emerging markets-aktier i vores porteføljer.



EUROPA: Negative faktorer har taget overhånd

I Europa er væksten næsten gået helt i stå i de seneste kvartaler, og de europæiske aktier har haltet efter de globale aktier. Men vi forventer, at de økonomiske data vil bunde ud inden for de kommende måneder, og at vi derefter vil se fremgang – blandt andet understøttet af mere lempelig finanspolitik. Det er en af årsagerne til, at vi aktuelt overvægter europæiske aktier i vores porteføljer.

Samtidig er der efter vores vurdering indregnet for meget negativt i kurserne på de europæiske aktier, som

er attraktivt prisfastsat, og lav ledighed og stigende lønninger understøtter privatforbruget.

Handelskrigen mellem USA og Kina har også ramt europæisk økonomi, som er sårbar over for udviklingen i eksporten. Her har mange europæiske eksportører været ramt af en lavere efterspørgsel fra Kina, og en potentiel aftale mellem USA og Kina kan derfor også give Europa et løft.



KVALITETSAKTIER:

Kan give stabilitet i urolige tider

Selv om vi har nydt godt af kursstigninger i begyndelsen af 2019, befinder vi os fortsat i oprørte vande på aktiemarkederne med udsigt til fortsatte kursudsving. Derfor anbefaler vi aktuelt såkaldte kvalitetsaktier, der typisk er mere robuste i urolige tider.

Kvalitetsaktier er en betegnelse for selskaber, der blandt andet har en stabil vækst i indtjeningen, et højt afkast af egenkapitalen og en lav finansiell gearing – dvs. et forholdsvis begrænset niveau af gæld. Disse aktier har historisk set performeret godt i tider med stor volatilitet, selv om det naturligvis ikke er en garanti for fremtidige afkast.

Kvalitetsaktier er blandt andet mindre sårbare over for rentestigninger, kan optage lån billigere end andre selskaber og har i sidste ende forudsætninger for at opnå en bedre bundlinje end selskaber af svagere kvalitet. Det er attraktive egenskaber i urolige tider. Man kan også betegne kvalitetsaktier som aktiemarkedernes Volvo.



Europæisk økonomi har været udfordret de seneste kvartaler, og i Tyskland har bilsektoren i særdeleshed været hårdt ramt. Vores vurdering er dog, at vi nærmer os et vendepunkt i Europa.

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

AKTIER - EMERGING MARKETS

Landeallokering inden for regionen emerging markets

Brasilien	↓	Undervægt
Indien	↑	Overvægt
Rusland	↓	Undervægt
Kina	↑	Overvægt

OBLIGATIONER

Allokering inden for aktivklassen obligationer

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

AKTIER - SEKTORER

Sektorallokering inden for aktivklassen aktier

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

AKTIER - REGIONER

Regional allokering inden for aktivklassen aktier

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



Hvem er vi?

Strategy & Macro | Danske Bank House View



Lars Skovgaard
Andersen
Seniorstrateg



Christian
Lie
Seniorstrateg



Kaisa
Kivipelto
Seniorstrateg



Maria
Landeborn
Seniorstrateg



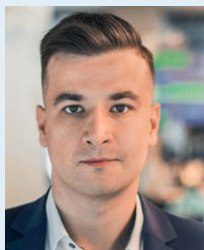
Tuukka
Kemppainen
Seniorstrateg



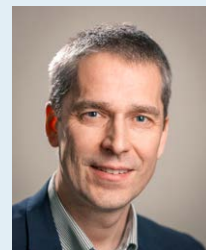
Sofie Manja
Eger Huus
Seniorstrateg



Anders Haulund
Vollesen
Strateg



Povilas
Stankevičius
Strateg



Michael
Hald
Chefkonsulent

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