



Danske Bank
Quarterly House View Q3 2018

Anleger unterschätzen die Stärke des globalen Aufschwungs

Obwohl wir uns jetzt in der spätzyklischen Phase des Konjunkturaufschwungs befinden, liegt unserer Ansicht nach immer noch ein längerer Abschnitt mit Wirtschaftswachstum und steigenden Aktienkursen vor uns.

Danske Bank



Das Risiko einer harten Landung der chinesischen Wirtschaft hat unseres Erachtens nachgelassen. Das trägt zur Attraktivität von Aktien aus den Schwellenländern - und nicht zuletzt asiatischen Aktien - bei.

Spätzyklischer Rückenwind für Aktien aus Europa und den Schwellenländern

Obwohl wir uns jetzt in der spätzyklischen Phase des Konjunkturaufschwungs befinden, erwarten wir weiterhin Rückenwind für die Aktienkurse, nicht zuletzt in Europa und den Schwellenländern. Unserer Ansicht nach beurteilen viele Anleger die Marktentwicklung zu pessimistisch.

Wir begannen das Jahr 2018 mit einer positiven Sicht auf das Wirtschaftswachstum und die Aktienmärkte, und an diesen Erwartungen halten wir fest, auch wenn das politische Chaos in Italien und Donald Trumps Handelskrieg derzeit die Finanzmärkte verunsichern. Weder die gesamtwirtschaftlichen Daten noch die Unternehmensgewinne deuten darauf hin, dass eine Rezession bevorsteht.

Die Anleger waren jedoch anderer Meinung. Wenn wir die Finanzmärkte betrachten, müssen wir feststellen, dass die Marktteilnehmer anscheinend mehrheitlich davon ausgehen, dass die nächste Rezession im Anmarsch ist. Obwohl der Aufschwung stetig weitergeht und die Berichtssaison in den USA aus historischer Sicht sehr stark ausgefallen ist, sind die Anleger seit der Aktienmarktkorrektur im Februar zurückhaltend und nehmen nicht gerne zusätzliche Risiken auf sich.



Quarterly House View von Tine Choi, Chefstrategin bei Danske Bank

Deshalb halten sich die Anleger zurück
Für die Zurückhaltung der Anleger gibt es vermutlich mehrere Erklärungen:

- Erstens befindet sich der Aufschwung in den USA in seinem zehnten Jahr und ist somit der zweitlängste seit dem Zweiten Weltkrieg. Das deutet auf einen neuen Rekord hin und macht viele Anleger nervös, dass das Ende möglicherweise bald bevorsteht. Gleichzeitig hat der Aktienmarkt in der Vergangenheit etwa sechs Monate vor einer



Wir gehen davon aus, dass sich die Anleger nun dem Umfeld mit steigenden US-Zinsen und höherer Volatilität angepasst haben und die Kursrückgänge von Anfang des Jahres endgültig hinter sich lassen.

Erwartete Rendite globaler Aktien von

10-12%

über die nächsten zwölf Monate in Lokalwährung.

↑ Übergewichtung in Aktien

↓ Untergewichtung in Anleihen

Konjunkturwende seinen Höhepunkt erreicht. Somit werden Stimmen laut, das 2019 eine Rezession zu erwarten ist, und deshalb sei es nur logisch, dass man sein Engagement jetzt zurückfahren sollte.

- Zweitens schwächen sich einige Kennzahlen allmählich ab, darunter insbesondere die wichtigen Vertrauensindikatoren der Unterneh-

men, aber auch andere Kennzahlen wie zum Beispiel der US-amerikanische Einzelhandel. Das lenkt natürlich die Aufmerksamkeit vermehrt darauf, dass sich der Aufschwung nicht einfach bis in alle Unendlichkeit fortsetzt - und wie immer reagieren die Finanzmärkte mit Kursrückgängen, wenn die Kennzahlen hinter den Erwartungen zurückbleiben.

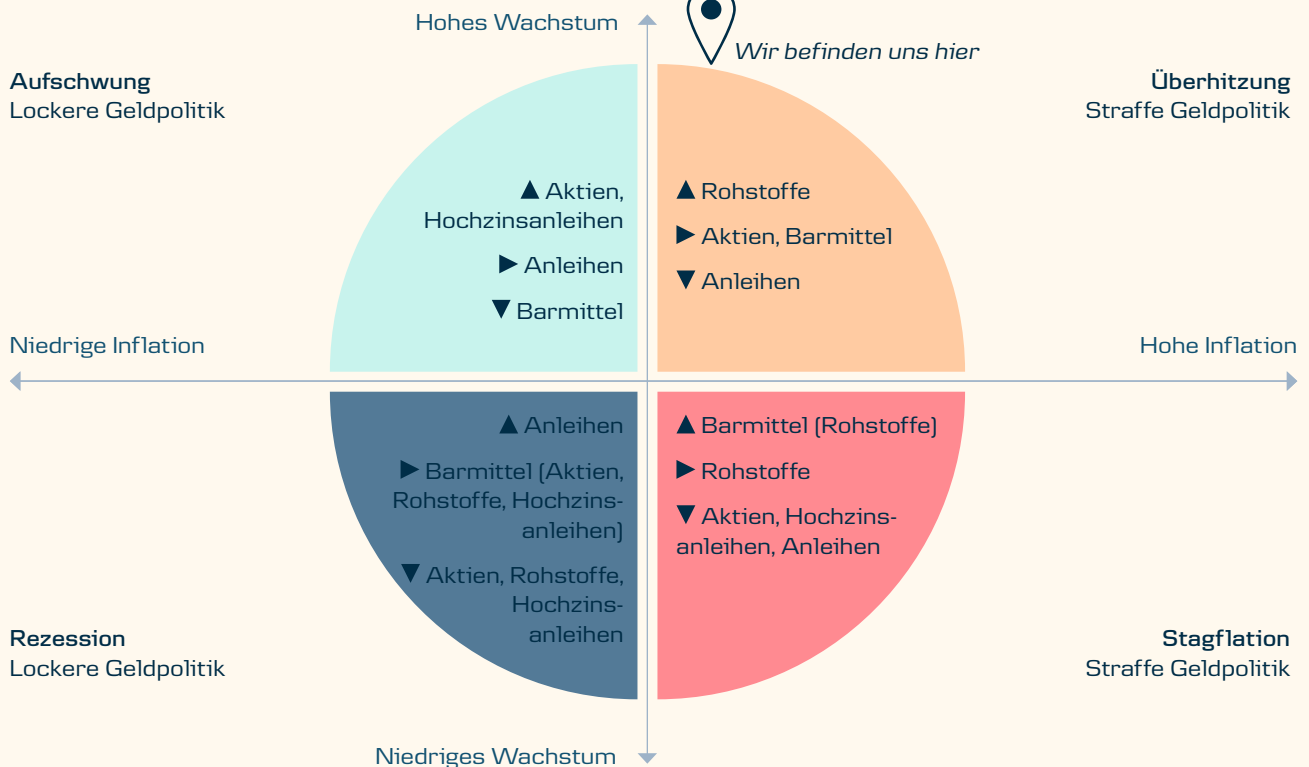
- Zu guter Letzt sind die US-Zinsen 2018 trotz des Rückgangs in den letzten Wochen in die Höhe geschossen und die Zinskurve (d. h. der Unterschied zwischen den Zinsen kurzlaufender und langlaufender Papiere) hat sich abgeflacht. Aus historischer Sicht ist eine Verflachung der Zinskurve das beste Anzeichen dafür, dass wir uns auf dem Weg in eine Rezession ▶▶

Hier steht die Wirtschaft heute

Bei Danske Bank arbeiten wir mit der sogenannten Investmentuhr, die die verschiedenen Konjunkturphasen darstellt und anzeigt, welche Anlageklassen sich in diesen Phasen üblicherweise für eine Anlage eignen. Ein Konjunktur-

aufschwung lässt sich in zwei Phasen aufteilen, nämlich in Aufschwung und Überhitzung. Unserer Ansicht nach befinden wir uns momentan am Beginn einer Überhitzung.

Investmentuhr



Große Schwellenländer wie Russland und Brasilien profitieren von steigenden Rohstoffpreisen. Dazu zählen auch die steigenden Ölpreise.



befinden - und das hat natürlich die Aufmerksamkeit der Anleger erregt.

Von einem frühen Aufschwung bis zur Überhitzung

Wir stimmen mit den Anlegern vollkommen überein, dass der globale Aufschwung einen gewissen Reifegrad erreicht hat und wir uns aktuell in der spätzyklischen Phase des Konjunkturaufschwungs befinden, die auch als Überhitzung bezeichnet werden kann.

Ein Konjunkturaufschwung lässt sich in zwei Phasen einteilen, nämlich in den frühen Aufschwung und die Überhitzung. Der Gangwechsel beim

Wirtschaftswachstum und der Geldpolitik legt nahe, dass wir in die Überhitzungsphase übergegangen sind.

Der frühe Aufschwung wird gekennzeichnet von einer Beschleunigung des Wirtschaftswachstums - und diese Phase haben wir 2017 hinter uns gelassen. Gleichzeitig deutet der globale geldpolitische Kurs eher auf eine Straffung als auf eine Lockerung hin, und auch am Arbeitsmarkt ist es mit stellenweise ultraniedrigen Arbeitslosenquoten eng geworden. Darüber hinaus haben die Unternehmen eine hohe Kapazitätsauslastung und vermelden immer öfter Kapazitätsbegrenzungen.

All das sind typische Anzeichen für eine Überhitzung.

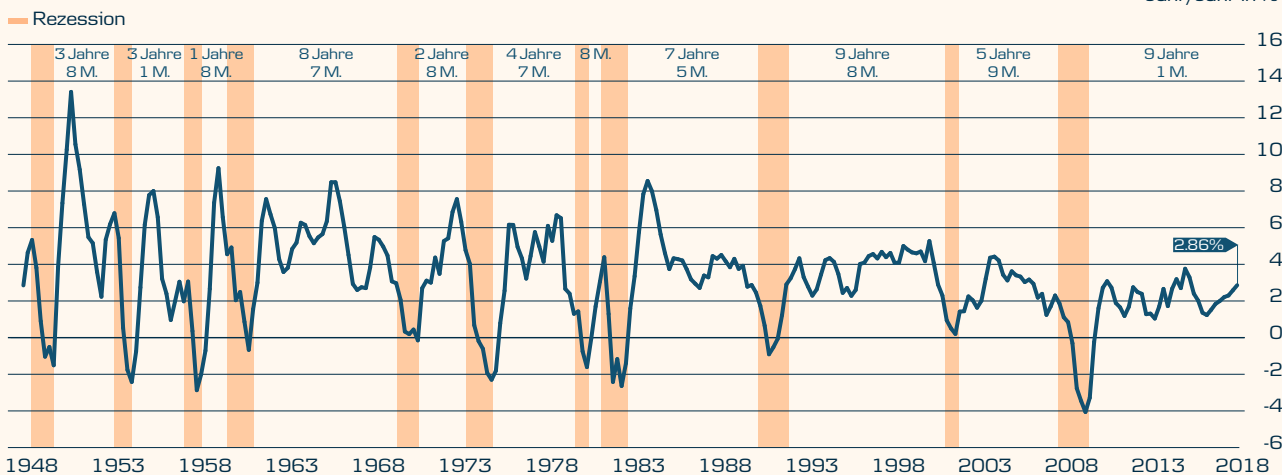
Mit den Anlegern, die davon ausgehen, dass wir uns dem Ende dieser Phase nähern, stimmen wir jedoch nicht überein. Unserer Ansicht nach deutet vielmehr alles darauf hin, dass wir uns erst am Anfang dieser spätzyklischen Phase befinden. Wir profitieren weiterhin von soliden Wirtschaftswachstumsraten, die in allen großen Volkswirtschaften über dem langfristigen Trend liegen, und wir erwarten, dass das bis zum Jahresende und darüber hinaus so weitergeht.



Aufschwung nähert sich seinem Rekord

Der aktuelle Aufschwung in den USA ist der zweitlängste seit dem Zweiten Weltkrieg. Im Mai beendete er sein neuntes Jahr und zog in sein zehntes Jahr ein. Nur der Aufschwung von 1991 bis 2001 hat länger gedauert, nämlich 9 Jahre und 8 Monate.

BIP-Wachstum in den USA



Quelle: Macrobond, 01.01.1948-01.01.2018. Die Dauer des aktuellen Aufschwungs wurde bis Mai 2018 hochgerechnet.

Die positiven Indikatoren

Es gibt mehrere Gründe dafür, warum wir kein baldiges Ende des Konjunkturaufschwungs erwarten, der unserer Meinung nach noch einige Jahre andauern kann.

ZINSKURVE LIEGT WEITERHIN IN SICHEM TERRAIN: Die flachere US-Zinskurve ist zweifellos ein Zeichen dafür, dass wir uns in einem fortgeschrittenen Stadium des Konjunkturverlaufs befinden. Die Verflachung kann jedoch lange andauern und erst, wenn sich die Kurve invertiert (d. h. wenn die Zinsen kurzlaufender Papiere höher sind als die Zinsen langlaufender Papiere), befinden wir uns historisch gesehen in einer Rezession. Und selbst wenn die Zinskurve invertiert ist, vergingen in der Vergangenheit durchschnittlich 27 Monate, bis die USA in eine Rezession fiel.

Mit anderen Worten: Wir sollten uns nicht vor einer flachen Zinskurve fürchten, sondern vor einer invertierten

Zinskurve - und derzeit ist keine baldige Invertierung in Sicht. Die Leitzinsen der US-amerikanischen Notenbank (Fed) liegen gegenwärtig bei 1,75%, während sich die Zinsen von langlaufenden 10-jährigen US-Staatsanleihen aktuell auf einem Niveau von 2,85% befinden. Danske Bank erwartet höchstens drei weitere Zinsanhebungen der Fed in diesem Jahr, und selbst dann wird es im Vergleich zu den aktuellen Zinsen 10-jähriger Papiere immer noch einen ordentlichen Zinsunterschied zwischen kurzlaufenden und langlaufenden Papieren geben.

WEITERHIN HOHER KONJUNKTUROPTIMISMUS TROTZ RÜCKGANG: Der nachlassende Konjunkturoptimismus in den letzten Monaten ist die natürliche Folge davon, dass sich das Wachstum nicht länger beschleunigt. Dabei darf man aber nicht vergessen, dass die Vertrauensindikatoren von extrem hohen Niveaus zurückgehen und sich vermutlich nur auf einem Niveau einpendeln,

das der tatsächlichen konjunkturellen Entwicklung eher entspricht. Ein Wert von 50 ist die Trennlinie zwischen Zunahme und Abnahme des Konjunkturoptimismus, und so lange sich die Vertrauensindikatoren auf über 52 halten und die Abschwächung schrittweise erfolgt, machen wir uns keine Sorgen. Größere Rückgänge können Unsicherheit zur Folge haben, doch diese sollte nicht lange andauern, wenn wir uns weiterhin über 52 befinden.

Was die Negativspirale auf Abstand hält

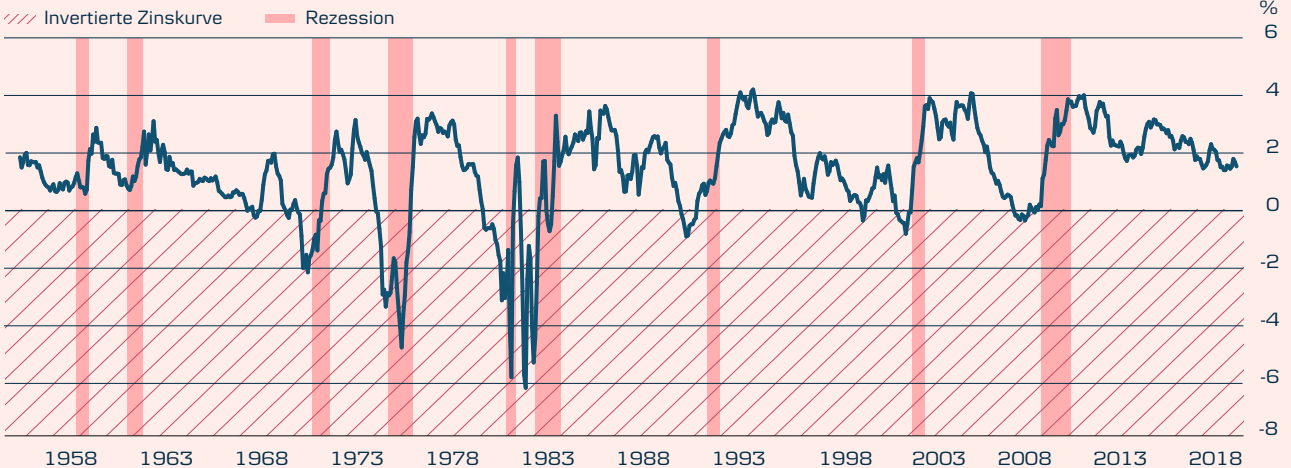
NIEDRIGE INFLATION DOMINIERT WEITERHIN: Die fehlende Inflation ist indes der wichtigste Indikator dafür, dass wir uns unserer Ansicht nach am Anfang der Überhitzungsphase befinden und nicht an deren Ende.

Das Ende eines Konjunkturaufschwungs ist üblicherweise geprägt von einem Arbeitskräftemangel und einer Produktion, die mit der Nachfrage nicht mehr Schritt halten kann, was ▶▶

Keine Alarmzeichen bei den Spreads

Normalerweise sind die Zinsen langlaufender Papiere höher als die Zinsen kurzlaufender Papiere. Historisch gesehen hat eine Invertierung der Zinskurve, bei der die Zinsen am kurzen Ende die Zinsen am langen Ende übersteigen, eine Rezession in den USA angekündigt. Mit Blick auf den Zinsunterschied zwischen langlaufenden 10-jährigen US-Staatsanleihen und den Fed-Zinsen für kurzlaufende Papiere sind wir allerdings noch weit von einer Invertierung entfernt.

Zinsen 10-jähriger US-Staatsanleihen abzüglich US-Leitzinsen



Quelle: Macrobond, 01.07.1954-01.04.2018



Der US-Dollar hat 2018 aufgewertet und dadurch die Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen in Europa und den Schwellenländern verbessert, die wir derzeit übergewichten.

einen steigenden Lohn- und Preisdruck zur Folge hat. Kurz gesagt steigen die Inputpreise in der Produktionskette, und die höheren Produktionskosten werden in Form von Preiserhöhungen auf die Verbraucher abgewälzt. Aber so weit sind wir noch nicht.

Die Löhne steigen, bleiben aber immer noch im Rahmen, und durch die technologische Entwicklung können die Kosten generell niedrig gehalten werden. Der Online-Handel hat die Welt beispielsweise kleiner gemacht. Waren, die grenzübergreifend gehandelt werden können, sind einem enormen Preiswettbewerb ausgesetzt, und so lange wir als Lohnempfänger nicht erleben, dass unsere Lebenshaltungskosten insgesamt steigen, beharren wir auch nicht auf Lohnerhöhungen. Das trägt vermutlich dazu bei, die negative Lohn-Preis-Spirale im Zaum zu halten.

Gleichwohl kam es in den letzten Monaten zu einem Inflationsanstieg in den USA, die im Konjunkturzyklus am weitesten fortgeschritten sind. Hier liegt die Inflation etwa in Höhe des Inflationsziels der Zentralbank, während man sowohl in Europa als auch in Japan lange nach den gleichen Anzeichen suchen muss. Die moderate Inflationsentwicklung bedeutet, dass sich die Zentralbanken Zeit lassen können - und das ist genau das, was die Fed tut und die EZB künftig wahrscheinlich auch tun wird.

Unsere aktuelle Allokation

Angesichts einer Weltwirtschaft, die sich am Anfang der spätzyklischen Phase befindet und weiterhin von finanzpolitischen Stimulusmaßnahmen unterstützt wird, besteht am Aktienmarkt unserer Ansicht nach noch Luft

nach oben. Deshalb haben wir nach wie vor eine Übergewichtung in Aktien und eine Untergewichtung in Anleihen.

Der Konsum erfährt gute Unterstützung durch den robusten Arbeitsmarkt, und das Gleiche gilt für die Investitionstätigkeiten der Unternehmen. Die Gewinnaussichten der Unternehmen sind weiterhin gut, obwohl das Gewinnwachstum dieses Jahr seinen Höhepunkt erreichen wird, da die Auswirkungen der US-Steuerreform allmählich nachlassen werden. Gleichzeitig stellen wir fest, dass die kürzlich beendete Berichtssaison positiv überraschen konnte, obwohl die Erwartungen hoch waren und vor allem das Umsatzwachstum die Ergebnisse beeinträchtigte. Außerdem haben die Analysten letztendlich damit begonnen, ihre Gewinnerwartungen nach oben zu korrigieren, was für diesen Jahreszeitpunkt sehr untypisch, für die Entwicklung am Aktienmarkt jedoch vielversprechend ist.

Wir gehen deshalb davon aus, dass sich die Anleger nun dem Umfeld mit steigenden US-Zinsen und höherer Volatilität angepasst haben und die Kursrückgänge von Anfang des Jahres endgültig hinter sich lassen. Das dürfte unserer Ansicht nach den Weg dafür ebnen, dass sich die Anleger wieder darauf konzentrieren, dass der Aufschwung noch mehr zu bieten hat.

Konkret erwarten wir von globalen Aktien in den kommenden 12 Monaten eine Rendite von 10-12% (in Lokalwährung). Wir gewichten Europa und die Schwellenländer über, während wir in Japan und Dänemark untergewichtet sind und die USA neutral gewichten.

Die Stärke des US-Dollars und die steigenden Ölpreise beobachten wir genau. Ein starker US-Dollar verleiht



Die fehlende Inflation ist der wichtigste Indikator dafür, dass wir uns unserer Ansicht nach am Anfang des spätzyklischen Konjunkturaufschwungs befinden und nicht an dessen Ende.

US-amerikanischen Exportunternehmen Gegenwind, während in vielen Schwellenländern die Finanzierung ihrer Dollar-Schulden teurer wird. Deshalb sind Länder mit einem großen Zahlungsbilanzdefizit dem aufgewerteten Dollar am stärksten ausgesetzt.

Im Gegensatz dazu hat der starke Dollar eine bessere Wettbewerbsfähigkeit von europäischen und asiatischen Unternehmen zur Folge. Der steigende Ölpreis und der stärkere Dollar kommen Ölproduzenten zugute, wenn die Gewinne in der eigenen Währung steigen, während das teurere Öl möglicherweise den Privatkonsum abschwächen kann, da ein größerer Anteil unseres verfügbaren Einkommens für eine Tankfüllung etc. aufgebracht werden muss.

Die zwei attraktivsten Regionen

Danske Bank hat derzeit eine Übergewichtung in Europa und in den Schwellenländern.

EUROPA:

Noch Luft nach oben

Europa hinkt den USA im Hinblick auf die Wirtschaftsentwicklung hinterher und ist die einzige größere Volkswirtschaft, in der die Arbeitslosenquote näher am langfristigen historischen Durchschnitt liegt, während sich die Arbeitslosenquoten sowohl in Japan als auch in den USA sehr nahe an ihren historischen Tiefpunkten befinden. Europa hinkt den USA und Japan auch im Hinblick auf den Gewinnzyklus der Unternehmen hinterher, und deshalb sehen wir relativ gesehen ein größeres Gewinnsteigerungspotenzial, wenn sich der Aufschwung wie erwartet fortsetzt.

Unter den entwickelten Märkten ist Europa die einzige Region, in der der Gewinn pro Aktie nicht auf einem Zehn-Jahres-Hoch liegt (siehe unten stehende Grafik). Der Gewinn pro Aktie ist dagegen 30% niedriger als vor zehn Jahren, während die übrigen Regionen mehr als 35% höher liegen. Auch die Bewertungen sprechen aus relativer Sicht für Europa, und auch von geldpolitischer Seite kommt im Vergleich zu den USA noch einige Zeit Rückenwind.

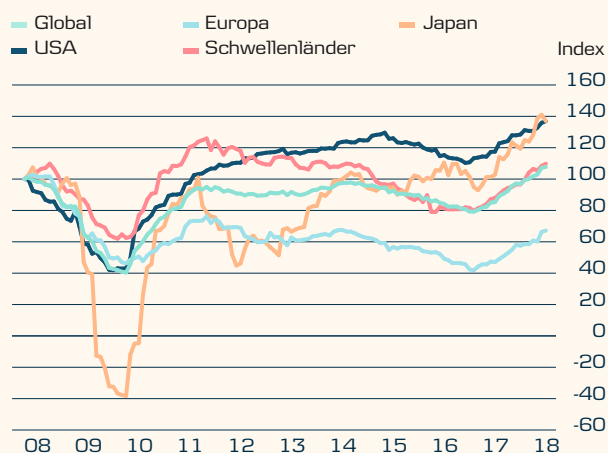
EMERGING MARKETS:

Entwicklung in China wird unterschätzt

Die Schwellenländer profitieren vom globalen Aufschwung, da sie sehr exportlastig sind und rohstoffintensive Aktienmärkte haben. Brasilien und Russland haben ihre tiefen Rezessionen hinter sich gelassen, und wir sehen ein nachlassendes Risiko für einen Wachstumsrückgang in China, was unserer Ansicht nach nicht in die Kurse eingepreist ist. Die chinesische Regierung hat bewiesen, dass sie es nach wie vor schafft, die Wirtschaftspolitik auszubalancieren, und die großen wirtschaftlichen Risikofaktoren werden weiterhin adressiert, unter anderem die Verschuldung im Privatsektor und die Ungleichgewichte am Immobilienmarkt. Wir gehen nach wie vor davon aus, dass sich das Wachstum in China abschwächen wird, aber das Risiko einer harten Landung hat nachgelassen, was Asien attraktiv macht.

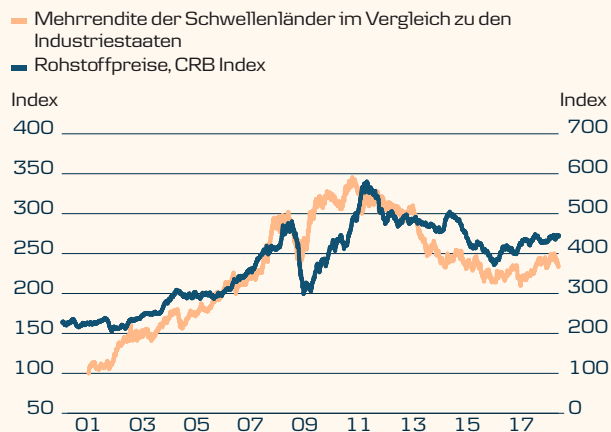
Die Schwellenländer hinken - wie Europa auch - im Gewinnzyklus hinterher, und wenn der Aufschwung andauert, werden sie in der spätzyklischen Phase des Aufschwungs aufgrund der höheren Exporte und der steigenden Inlandsnachfrage unserer Meinung nach besser abschneiden als globale Aktien.

Entwicklung des Gewinns pro Aktie seit 2008



Quelle: Macrobond, 01.01.2008-01.04.2018. MSCI IMI Index, laufender Gewinn pro Aktie über 12 Monate.

Schwellenländer haben Mehrrendite erzielt, wenn die Rohstoffpreise steigen



Quelle: Macrobond, 01.01.2000-22.05.2018. Relative Wertentwicklung von Aktien aus den Schwellenländern im Vergleich zu Papieren aus den Industriestaaten anhand des MSCI Emerging Markets Mid & Large Cap (Large, Mid & Small Cap) Index im Vergleich zum MSCI World IMI Index.

Obwohl der IT-Sektor im Frühjahr einen herben Rückschlag verdauen musste, nicht zuletzt aufgrund des Facebook-Skandals, ist das unseres Erachtens immer noch ein Sektor, der im Portfolio übergewichtet sein sollte. Das Bild zeigt den Facebook-Gründer und Vorstandsvorsitzenden Mark Zuckerberg, der in den letzten Monaten von europäischen und amerikanischen Politikern ins Kreuzverhör genommen wurde.



Unsere aktuelle Allokation

Danske Bank geht davon aus, dass sich die übergewichteten Vermögenswerte besser als der allgemeine Markt entwickeln und die untergewichteten Positionen schlechter abschneiden werden. Die übergewichteten Positionen haben daher aktuell einen höheren Anteil in unserem Portfolio als wir langfristig erwarten, und die untergewichteten Positionen haben einen niedrigeren Anteil.

ÜBERGEORDNETE ALLOKATION

Allokation nach Anlageklasse

| | | |
|----------|---|---------------------|
| Aktien | ↑ | Übergewichtung |
| Anleihen | ↓ | Untergewichtung |
| Cash | → | Neutrale Gewichtung |

ANLEIHEN

Allokation innerhalb der Anlageklasse Anleihen

| | | |
|-------------------------------|---|---------------------|
| Lokale Anleihen | → | Neutrale Gewichtung |
| Anleihen mit Investment Grade | ↑ | Übergewichtung |
| Hochzinsanleihen | ↓ | Untergewichtung |
| Schwellenländeranleihen | → | Neutrale Gewichtung |

AKTIEN - REGIONEN

Regionale Allokation innerhalb der Anlageklasse Aktien

| | | |
|-----------------|---|---------------------|
| USA | → | Neutrale Gewichtung |
| Europa | ↑ | Übergewichtung |
| Schwellenländer | ↑ | Übergewichtung |
| Japan | ↓ | Untergewichtung |
| Dänemark | ↓ | Untergewichtung |

AKTIEN - SCHWELLENLÄNDER

Länder-Allokation innerhalb der Schwellenländerregion

| | | |
|-----------|---|-----------------|
| Brasilien | ↓ | Untergewichtung |
| Indien | ↑ | Übergewichtung |
| Russland | ↓ | Untergewichtung |
| China | ↑ | Übergewichtung |

AKTIEN - SEKTOREN

Sektor-Allokation innerhalb der Anlageklasse Aktien

| | | |
|---------------------|---|---------------------|
| Konsumgüter | → | Neutrale Gewichtung |
| Energie | → | Neutrale Gewichtung |
| Finanzen/Immobilien | → | Neutrale Gewichtung |
| Versicherungen | ↓ | Untergewichtung |
| Industrie | → | Neutrale Gewichtung |
| IT | ↑ | Übergewichtung |
| Rohstoffe | ↑ | Übergewichtung |
| Grundbedarfsgüter | ↓ | Untergewichtung |
| Gesundheit | ↑ | Übergewichtung |
| Telekommunikation | ↓ | Untergewichtung |

Risikohinweis für Anleger:

Diese Publikation basiert auf den gesamtwirtschaftlichen und finanzmarktspezifischen Erwartungen von Danske Bank. Abweichungen von unseren Erwartungen können die Rendite einer Anlage möglicherweise negativ beeinflussen und einen Verlust zur Folge haben.

Danske Bank hat dieses Dokument lediglich zu Informationszwecken erstellt, und es stellt keine Anlageberatung dar.

Falls Sie eine Anlage auf Basis dieses Dokuments in Erwägung ziehen, kontaktieren Sie bitte stets einen Finanzberater und klären Sie ab, ob eine bestimmte Anlage zu Ihrem Investmentprofil passt. Dazu zählen Ihre Risikobereitschaft, Ihr Anlagehorizont und Ihre Verlusttoleranz.

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

Phone +45 33 44 00 00
CVR no. 61 12 62 28
danskebank.com