



Danske Bank
Quarterly House View Q1 2019

I 2019 lægger vi omsider finanskrisen bag os

Efter snart 10 års efterveer fra finanskrisen er verdensøkonomien omsider på vej mod normale tilstande igen, og vi forventer pæne aktieafkast i det kommende år, hvor frygten for recession er overdrevet. For obligationer er udsigterne derimod mere nedslående.

Handelskrigen mellem Kina og USA har kostet lidt på den kinesiske vækst i 2018. Vi forventer dog, at de kinesiske virksomheder vil opleve en pæn stigning i indtjeningen i 2019, og efter kursfaldene det seneste år er kinesiske aktier attraktivt prisfaldsat.



Chefstrateg: Aktierne indhenter det tabte i 2019

De finansielle markeder opfører sig, som om en økonomisk recession er nært forestående, men vi deler ikke den udbredte skepsis og ser interessante perspektiver for aktiemarkedet i 2019. Vi har især fokus på Asien og kvalitetsaktier.

Hvornår kommer den næste recession? Det har været årets mest populære spørgsmål i 2018 – og vurderet ud fra udviklingen på de finansielle markeder siden begyndelsen af oktober er mange investorer allerede begyndt at positionere sig i forhold til en kommende recession.

Hidtil i år har aktiemarkedene leveret det dårligste afkast, siden finanskrisen sluttede, og det ser ikke meget bedre ud, når vi kigger på de forskellige obligationstyper.



Jeg kan simpelt hen ikke tolke den aktuelle udvikling derhen, at den næste recession vil ramme os i 2019.

Der er mange gode forklaringer på, at globale aktier aktuelt ligger med et negativt afkast i niveauet 2-3 pct. for 2018; ny regering i Italien og udfordringer med budgettet i forhold til EU, usikkerhed om Brexit, amerikansk midtvejsvalg, handelskrig mellem primært USA og Kina samt ikke mindst stigende globale renter affødt af en normalisering af den amerikanske pengepolitik.

Sidstnævnte er formentlig også årsagen til, at vi i 2018 har oplevet hele to korrektioner på aktiemarkedet med kursfald i størrelsesordenen 10 pct., hvilket bestemt ikke er normalt. Historisk har vi haft sådan en korrektion en gang om året, mens korrektioner på 5 pct. er mere normale. Dem har vi typisk tre af om året.

Jeg vil dog understrege, at 2018 måske ikke har været så unormalt, som jeg giver udtryk for herover. Forud for korrektionen i februar havde vi nemlig haft hele 572 dage uden en eneste 3 pct.-korrektion på aktiemarkedet – og det er for alvor unormalt, da aktiemarkedet har den særegne egenskab, der hedder mean reversion. Det vil sige, at aktiemarkedet hele tiden søger mod ►►



Quarterly House View af Tine Choi, chefstrateg i Danske Bank.

Forventet afkast fra globale aktier på

7-9%

de kommende 12 måneder målt i lokal valuta.



Overvægt i aktier



Undervægt i obligationer



Amerikansk økonomi nyder godt af et stærkt arbejdsmarked med flere ledige job end arbejdsløse. Det presser dog lønningerne i vejret.

fundamentale forhold i økonomien går aldrig stille for sig, og efter vores vurdering er det i allerhøjeste grad, hvad der er sket i år. Efter knap et årtis efterveer fra finanskrisen er verdensøkonomien på vej til at blive normal, og denne realitet er ved at lagre sig i vores bevidsthed.

Forventer hårdt år for obligationer

Den eneste vej, vi i 2019 kan se for renterne, er fortsat op. Det begrænser afkastpotentialet på statsobligationer, hvor vi for de næste 12 måneder ikke kan regne et positivt forventet afkast hjem. Konkret forventer vi, at den amerikanske 10-årige rente vil stige til 3,5 pct. i løbet af 2019. Den tyske rente ventes at følge trop med en stigning til 0,9 pct., hvilket også vil trække de nordiske renter med op, og alt i alt forventer vi, at nordiske og europæiske statsobligationer vil give et afkast mellem -2 og 0 pct. de kommende 12 måneder. Så selv med vores lidt lavere forventninger til aktieafkastet end tidligere forbliver aktier efter vores opfattelse mere attraktive end obligationer.

2019 bliver to skridt frem og et tilbage

Vores positive syn på aktier bunder i vores forventning om, at det globale økonomiske opsving fortsætter i 2019. Vi anerkender, at der er mange gode grunde til, at markederne er blevet trykket i år, men i vores optik vil markederne fortsætte op og som minimum indhente det tabte. Det bliver dog i samme stil som i år: to skridt frem og et tilbage.

De fundamentale økonomiske forhold er, uanset hvordan vi vender og drejer det, fortsat solide og understøttende: Vækst med en historisk lav ledighed i USA og stadig plads til fremgang i Europa, og en fortsat behersket inflation, som nok er opadgående, men ikke i et tempo, der tilsiger negative overraskelser. Udsigt til fortsat pæne vækstrater i virksomhedernes indtjening og omsætning og senest også et fald i prisfastsættelsen, som især har gjort amerikanske aktier fair prissat.

Alt dette kan alle andre dog også se. Det er ikke unik information. Det er tolkningen af de informationer, vi får,



I vores optik vil markederne fortsætte op og som minimum indhente det tabte. Det bliver dog i samme stil som i år: to skridt frem og et tilbage.

som gør forskellen, og vi kan simpelt hen ikke tolke den aktuelle udvikling derhen, at den næste recession vil ramme os i 2019. Rammer en recession i det kommende år, vil det være uventet og uforudsigeligt - som den slags i parentes bemærket har det med at være.

Siger nej til flødeskumskagen

Men erfaringerne med finanskrisen sidder formentlig fortsat dybt i mange investorer og har gjort dem mere forsigtige, så de har øget deres fokus på kapitalbevarelse frem for afkast. Det er helt forståeligt. Det er lidt ligesom med en lækker flødeskumskage. Vi ved, at den smager godt, men også at den er usund, og mens vi tilbage i 00'erne ikke kunne holde fingrene fra den, er vi nu i en situation, hvor vi ikke tør løbe risikoen på grund af de potentielle følgevirkninger. Vi investorer frygter nemlig tab mere, end vi glæder os over gevinster.

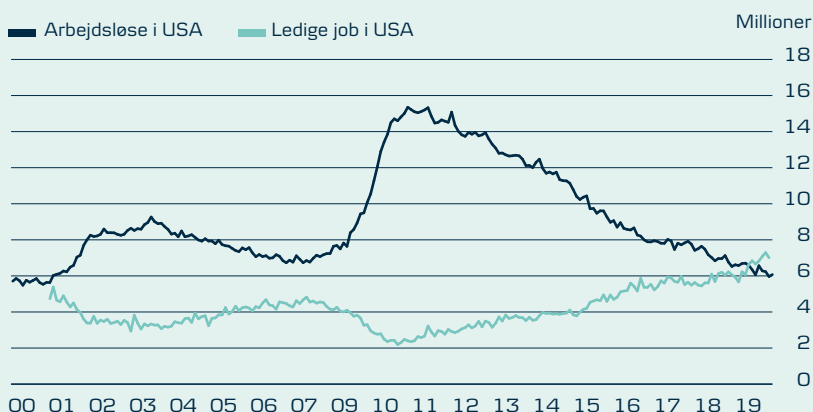
Tager man de rationelle briller på, er denne tilbageholdenhed alligevel lidt uforståelig. I et historisk perspektiv er der aktuelt meget få af de typiske alarmklokker, der signalerer recession.

Hvis den økonomiske vækst har toppet, og renterne har skrabet bundet, er det imidlertid helt på sin plads for investorer at stille spørgsmålstejn ved prisfastsættelsen på aktier, hvilket den seneste korrektion er et udtryk for. Det er imidlertid også en ganske menneskelig reaktion at overreagere, og med ▶▶

Historisk stærkt amerikansk arbejdsmarked

Antallet af ledige job i USA overstiger nu antallet af arbejdsløse, og det er historisk set lidt af et særsyn. Med andre ord kunne alle amerikanere komme i job, hvis de vel at mærke havde de rette kvalifikationer.

Arbejdsløse og ledige job i USA



Kilde: Macrobond for perioden 01.01.2000-01.10.2018

den seneste korrektion er de globale aktiemarkeder efter vores vurdering bedre rustet end før til at tage hul på en ny etape i det snart 10 år lange bullmarked.

Fokus på Asien og kvalitetsaktier

I Danske Bank er fundamentet for vores overvægt i aktier fortsat en overvægt i asiatiske aktier, som er faldet kraftigt i 2018 og er billigt prisfast – særligt i forhold til indtjeningsforventningerne for 2019. Handelskonflikten mellem USA og Kina er den oplagte forklaring på de store kursfald, men heldigvis synes en opblødning at være på vej, nu hvor regeringerne har genoptaget dialogen.

Vi ser en overvejende sandsynlighed for, at Kina og USA indgår en eller anden aftale i løbet af 2019, om end man skal huske på, at forhandlinger tager tid. Man skal dog ikke negligere, hvad der driver Donald Trump. Han bekymrer sig om den økonomiske vækst og aktiekurserne, og her har hans handelskrig hidtil haft en negativ effekt, blandt andet

fordi handelskrigen har ført til svækkede kinesiske nøgletal. Derfor kan han meget vel snart udvise større velvilje til at forhandle, og en våbenhvile på handelsområdet kan være nok til, at de asiatiske markeder genvinder det tabte.

Vi fokuserer ikke mindst på de asiatiske forbrugere. Den globale middelklasse ventes at vokse med omkring en milliard mennesker over det næste årti, og knap 90 pct. heraf estimeres at være i Asien. Denne megatrend vil understøtte indtjeningsmulighederne for selskaber inden for cyklisk forbrug, fritid, forsikringer og ny teknologi, og med dette års fald i prisfastsættelsen anbefaler vi investorer at benytte lejligheden til at opbygge en langsigtet eksponering til Asien.

Med udsigt til stigende volatilitet anbefaler vi samtidig en mere forsigtig tilgang til europæiske aktier med fokus på kvalitetsaktier, hvor vi i dag har en bredere eksponering til europæiske aktier. Kvalitetsaktier er blandt andet selskaber med en stabil indtjenings-



I 2018 har vi oplevet hele to korrektioner på aktiemarkedet med kursfald i størrelsesordenen 10 pct., hvilket bestemt ikke er normalt.

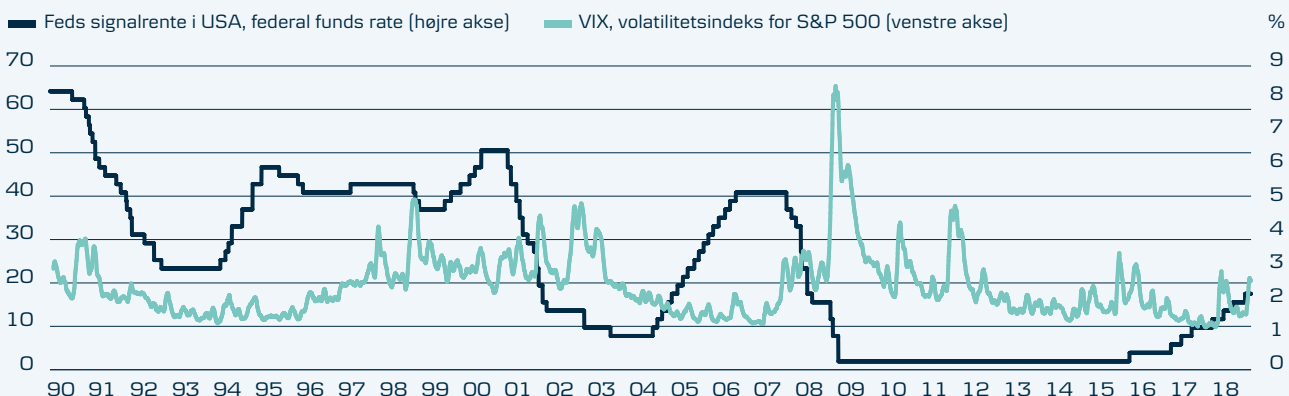
vækst, fornuftig gældssammensætning og vækst i udbyttebetalingerne, og en sådan eksponering kan godt opnås uden at give køb på alle vækstelementer i aktiemarkedet.



Renteforhøjelser kan øge kursudsvingene i 2019

Perioder med renteforhøjelser fra den amerikanske centralbank, Fed, har historisk set medført højere volatilitet på aktiemarkedet, dvs. større kursudsving, men typisk med en vis forsinkelse i takt med, at renteforhøjelsernes effekter på økonomien og virksomhedernes indtjening står klart og bliver indregnet i aktiekurserne. De igangværende renteforhøjelser fra Fed kan potentielt føre til højere volatilitet i det kommende år.

Sammenhæng mellem renten og volatiliteten i S&P 500





Selv om forbrugerne er med til at understøtte det økonomiske opsving, er det ikke drevet af privat gældsætning, som vi oplevede under finanskrisen. Både i Europa og USA sparer forbrugerne op.

9 årsager til, at vi ikke frygter en recession i 2019

En række variable giver os normalt de første varslinger om, at en recession er 'in the making', og her er der ingen blinkende alarmer i øjeblikket. Der er dog aldrig nogen garanti for, at historiske mønstre gentager sig i fremtiden.

- 1. Rentekurven**, der viser forskellen på den korte og den lange rente, flader altid forud for en recession. Fladningen kan imidlertid vare ved i lang tid, og det er først, når kurven er inverteret - dvs. at de korte renter bliver højere end de lange renter - at en recession historisk set er indtruffet. Rentekurven har stadig en positiv hældning i USA. Aktuelt er forskellen mellem den 2-årige og 10-årige rente på 0,25 procentpoint, og Danske Bank forventer, at forskellen vil blive indsnævret til 0,1 procentpoint over de kommende 12 måneder. Altså ingen invertering. Selv når eller hvis vi får en invertering, er der historisk set typisk gået 10-12 måneder, fra inverteringen er indtruffet, til det amerikanske S&P 500-indeks er toppet.
- 2. Det amerikanske high yield-spænd**, som viser renteforskellen mellem statsobligationer og high yield-obligationer i USA, kører altid voldsomt ud forud for en recession. Historisk har denne spændvidelse ligget på mellem 2 og 5 procentpoint og starter næsten to år, inden recessionen indtræffer. Aktuelt er dette rentespænd udvidet med omkring 1 procentpoint siden lavpunktet forud for uroen i oktober. Forståeligt nok er det en af de indikatorer, som har gjort mange investorer bekymrede, men vi ser endnu ingen alvorlige faresignaler fra den front.
- 3. De reale pengepolitiske renter** er stadig alt for lave og inkonsistente med en recession. I de seneste 60 år har vi ikke haft en eneste nedtur med realrenterne under 1,8 pct. Aktuelt ligger de korte amerikanske realrenter - dvs. de korte renter fratrukket inflationen - stadig et pænt stykke under 1 pct. Der hersker dog ingen tvivl om, at pengepolitikken strammes, og at afviklingen på de store opkøbsprogrammer har effekt på markederne.
- 4. Forbrugerne i både USA og Europa sparer op.** Opsvinget er ikke drevet af gældsfinansieret privatforbrug, som vi i udpræget grad så i USA op til finanskrisen, og det er et varsel om, at opsvinget potentielt kan overraske os alle sammen og fortsætte i længere tid end forudset. Den anden side af mønten er selvfølgelig virksomhedernes gældsætning, som er vokset og fx udgør en stigende risiko i Kina. Men uanset dette giver den private opsparing opsvinget en buffer mod nedturen, som næppe bliver lige så hård og dyb som finanskrisen, hvor gældskorhuset kollapsede. Forbrugertilliden er ligeledes solid, hvilket hænger nøje sammen med udviklingen på arbejdsmarkedet. Kort sagt skal der noget af en kæp i hjulet for at ryste privatforbruget.
- 5. Aktiviteten på boligmarkedet** er begyndt at udvise svaghedstegn i USA. Det er en ekstrem rentefølsom sektor, og helt forventeligt bør Feds renteforhøjelser have effekt. Vi følger udviklingen nøje, men bemærker også, at byggeaktivitet skal holdes op mod, at sektoren har været ramt af arbejdskraftmangel, og at skattereformen har mindsket værdien af rentefradraget. Boligpriserne udviser ikke decideret svaghedstegn, men prisstigningerne synes af flade ud, og det peger mod, at de positive formueeffekter herfra er vigende. Historisk set er boligpriserne dog typisk toppet 15 måneder forud for toppen i S&P 500-indekset. ▶▶



Alternativet til aktier ser ikke attraktivt ud, når man ser på forholdet mellem forventet afkast og risiko.

6. **Ledighedsraten** skal historisk set bunde og begynde at stige, før S&P 500 topper. Vi ser ingen tegn på, at fremgangen på arbejdsmarkedet er et overstået kapitel. Der er pt. et rekordhøjt antal ledige stillinger – faktisk så mange, at alle ledige amerikanere kunne få et job, hvis ellers de havde de rette kvalifikationer.
7. **Virksomhedernes indtjening** topper typisk først, når de har overgået den langsigtede trend med ca. 30 pct. Den amerikanske profit ligger aktuelt 13 pct. over normalen, og fratrækker vi effekter fra skattereformen, er vi blot omkring 6 pct. over.
8. **De lange renter stiger** af de rigtige årsager og er ved at finde det leje, der reelt afspejler de økonomiske fundamentale forhold, efter renterne i et årti har været holdt kunstigt nede. De senere måneders stigninger i de amerikanske statsrenter skyldes ikke frygt for inflationspres, men derimod at væksten er stærk. Økonomien og aktierne har typisk ikke noget problem med at absorbere stigende lange renter, så længe stigningerne skyldes solide vækstudsigter og ikke et inflationspres, der er ved at løbe løbsk. Når de lange renter suser til vejrs på meget kort tid, som vi har oplevet i februar og oktober, så giver det dog altid anledning til usikkerhed og uro på finansmarkederne, og vi kan på ingen måde udelukke, at vi får flere perioder som februar og oktober. Tilpasningen til nye regimer foregår sjældent stille og roligt, og risikoen for politiske fejl fra centralbankerne er stor, hvilket giver nervøse investorer og dermed større udsving på aktiemarkederne.
9. **Centralbanker** er oftest årsagen til nedture. 29 ud af de seneste 45 recessioner i G7-landene falder sammen med, at pengepolitikken er blevet strammet. Derfor er det ikke overraskende, at Feds meldinger om fortsatte renteforhøjelser et stykke tid endnu giver anledning til usikkerhed. Vi er dog et stykke fra, hvor pengepolitikken bliver rigtig stram. Fed estimerer selv, at 3 pct. er neutralt for økonomien. Så længe inflationen opfører sig pænt, ser vi ingen grund til allerede nu at positionere os efter, at vi i juni næste år rammer 3 pct., og de pengepolitiske udsigter derefter bliver endnu mere usikre. Som nævnt kan aktiemarkedet også sagtens stige, når Fed strammer. I de

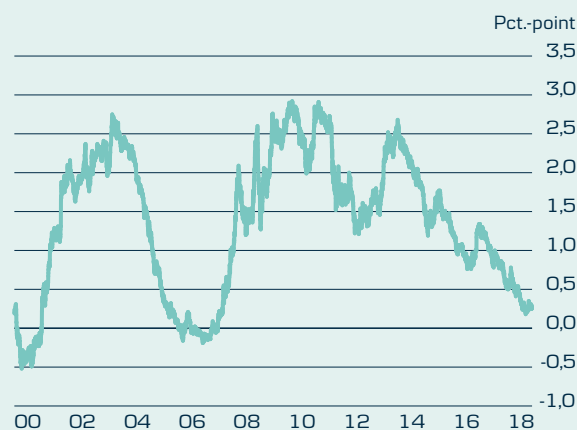
seneste syv strammingscyklusser (siden 1980) har S&P 500 givet et gennemsnitligt afkast på 1,2 pct., og ikke i en eneste periode var afkastet negativt.

Konklusion: Det kan være dyrt at stå uden for. Alt i alt vurderer vi ikke, at aktiemarkedet har toppet endnu for denne gang. Holder rentekurven sig fra at invertere før sent i 2019, hvilket vi forventer, så ser vi god grund til stadig at være overvægtet i aktier de kommende 12 måneder. Historisk set er S&P 500 i gennemsnit steget med 25 pct. i de sidste 12 måneder af et bullmarked (historiske afkast er dog ingen garanti for fremtidige afkast, der også kan blive negative), og selv hvis vi får ret i, at aktierne stiger mere beskedne 7-9 pct., ser alternativet til aktier ikke attraktivt ud, når man ser på forholdet mellem forventet afkast og risiko. Kontanter giver et rundt nul for nærværende, mens europæiske statsobligationer i bedste fald også ligger her. Vi er således villige til at løbe risikoen ved at være med i sidste fase af bullmarkedet, fordi kurspotentialer opad er så meget mere attraktivt end alternativerne, og risikoen for en recession i 2019 efter vores vurdering er begrænset.

Rentespænd varsler dårligere tider – men ikke endnu

Den 10-årige rente i USA er stadig højere end den 2-årige rente, men forskellen bliver mindre og mindre. Historisk set har en såkaldt invertering af rentekurven, hvor den 2-årige rente overstiger den 10-årige rente, varslet en forestående økonomisk recession. Typisk er der dog gået op imod et år, fra rentekurven er inverteret, til aktiekurserne har toppet.

Rentespænd mellem 2-årig og 10-årig rente i USA



Kilde: Macrobond for perioden 01.01.2000-19.11.2018.

Den hurtigt voksende middelklasse og den hjemlige efterspørgsel i Asien. På den store shoppingdag Singles' Day (11. november) førte nethandel i Kina til forsendelse af mere end 1,35 mia. pakker.

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

AKTIER - REGIONER

Regional allokering inden for aktivklassen aktier

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



Hvem er vi?

Strategy & Macro | Danske Bank House View



Tine Choi
Chefstrateg
Head of Strategy
& Macro



Lars Skovgaard
Andersen
Seniorstrateg



Christian
Lie
Seniorstrateg



Kaisa
Kivipelto
Seniorstrateg



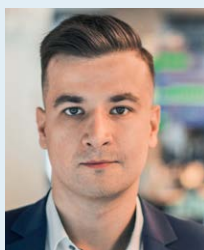
Maria
Landeborn
Seniorstrateg



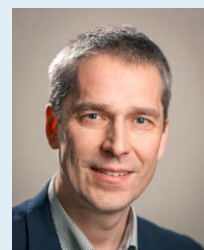
Tuukka
Kemppainen
Seniorstrateg



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 1262 28
danskebank.com