Danske Bank
Quarterly House View Summer 2019

Vi befinder os i orkanens øje

Et enkelt tweet fra Donald Trump har vendt op og ned på de finansielle markeder, men det formår efter vores vurdering ikke at kvæle den underlæggende økonomiske fremdrift for økonomien og aktiekurserne. Den aktuelle markedsuro har dog fået os til at justere vores tilgang til aktiemarkederne.

Danske Bank

Handelskrigen mellem USA og Kina handler ikke kun om toldsatser. Kinesiske Huawei er nu kommet på listen over selskaber, der ikke må få amerikansk teknologi uden myndighedernes godkendelse, og Google har indstillet dele af samarbejdet med selskabet, så fremtidige Huawei-telefoner fx ikke vil kunne få adgang til YouTube og Gmail.

Strateg: Aktierne overlever Trumps handelskrig

Eskaleringen af handelskrigen mellem USA og Kina har effektivt bremset årets optur på de globale aktiemarkeder, men selv om usikkerheden er stor i øjeblikket, ser vi fortsat et fint afkastpotentiale i aktier på lidt længere sigt.

Alt kørte på skinner for aktiemarkederne i 2019, indtil Donald Trump den 5. maj greb sin telefon og udsendte et tweet om nye, forhøjede toldsatser på kinesiske varer. Forhandlingerne om en handelsaftale mellem USA og Kina skred ifølge den amerikanske præsident for langsomt frem, fordi kineserne løb fra indgåede aftaler undervejs, og han ønskede at lægge yderligere pres på kineserne.

> *Orkaner har den egenskab, at de er forbigående, og når vindstødene lægger sig, er vores forventning, at aktier fortsat vil byde på de mest attraktive afkastmuligheder.*

Øjeblikkeligt skiftede stemningen på de finansielle markeder fra harmoni til usikkerhed – og her har vi befundet os siden. Midt i en orkan, hvor aktiekurserne er steget og faldet i takt med de seneste udmeldinger fra kineserne og amerikanerne. Samtidig har usikkerheden fået yderligere næring af faktorer som spændingerne mellem Iran og USA, der påvirker olieprisen, en potentiel genopblussen af handelskonflikten mellem USA og Europa, selv om Donald Trump formentlig har udskudt slaget til efteråret, og en afmatning i flere økonomiske nøgletal. Senest har Donald Trump varslet ekstra told på alle varer fra Mexico, indtil den illegale indvandring fra Mexico til USA er stoppet.

I løbet af maj har vi derfor også oplevet mange dramatiske overskrifter i medierne, betydelige aktieudsving og faldende renter, fordi investorer har søgt ly i obligationsmarkederne. Der hersker med andre ord en udbredt stemning af krise – men hvor slemt er det rent faktisk, når det kommer til stykket?

Det viser de rå afkasttal

Frem til Donald Trumps famøse twe- ▸▸

Af Lars Skovgaard Andersen, seniorstrateg i Danske Bank.

Forventet afkast fra globale aktier på

4-7%

de kommende 12 måneder målt i lokal valuta.

↑ **Overvægt i aktier**

↓ **Undervægt i obligationer**

Både Den Europæiske Centralbank i Frankfurt (billedet) og den amerikanske centralbank har signaleret, at det har længere udsigter med renteforhøjelser, og det er med til at lægge en bund under økonomien. Faktisk ser vi stigende sandsynlighed for en rentesænkning i USA.

et var globale aktier steget næsten 17 pct. i år, og siden er de faldet med ca. 6 pct. (opgjort i lokal valuta). Trods den seneste måneds orkan på de finansielle markeder har 2019 altså stadig givet et flot afkast.

Yderligere har orkaner den egenskab, at de er forbigående, og når vindstødene gradvist lægger sig, er vores forventning, at aktier fortsat vil byde på de mest attraktive afkastmuligheder. Derfor fastholder vi en mindre overvægt i aktier i vores porteføljer og en tilsvarende undervægt i obligationer.

Samtidig er det værd at huske tilbage på sidste kvartal af 2018, hvor himmel og jord stod i bevægelse på de finansielle markeder, og investorerne frygtede det værste. Allerede få måneder inde i 2019 havde vi indhentet det tabte og så fremad med fornyet optimisme, og det illustrerer, hvor hurtigt markedsstemningen kan skifte, når orkanen ebber ud.

Investorer reagerer som forventet

Det er helt naturligt, at eskaleringen af handelskrigen mellem USA og Kina skaber usikkerhed og tilbagefald i aktiekurserne. Forventningen om en nært ▸▸

Hvad trækker op for aktiekurserne?

↑ **STÆRKE FORBRUGERE:** Udsigterne for forbrugerne ser solide ud, da ledigheden fortsætter med at falde i USA og Europa, og lønningerne stiger – men ikke nok til at give problemer med inflation.

↑ **GOD BALANCE I VÆKSTEN:** Vi nyder godt af en fornuftig økonomisk vækst, der imidlertid ikke er stærk nok til, at centralbankerne løfter renterne – og det er efter vores vurdering et gunstigt økonomisk klima for aktier. Selskaberne nyder godt af lave renter, og investorer behøver ikke at bekymre sig om stigende renter.

↑ **RO PÅ RENTEFORHØJELSER:** Vi forventer ingen renteforhøjelser fra centralbankerne i Europa og USA i løbet af de kommende 12 måneder. Tværtimod er der udsigt til en ny runde pengepolitisk stimuli fra Den Europæiske Centralbank i form af de såkaldte TLTRO-lån, der er lån til banker på favorable vilkår, og vi ser stigende sandsynlighed for en rentesænkning i USA.

↑ **LAVE, LANGE RENTER:** Eskaleringen af handelskrigen har fået investorer til at søge sikker havn i obligationer, hvilket er med til at holde de lange renter (10-årige) på et lavt niveau i Europa og USA. Det gavner økonomien, der er stabil uden at køre på alle cylindre.

↑ **ØKONOMISK STIMULI I KINA:** Eskaleringen af handelskrigen kan få myndighederne i Kina til at stimulere økonomien yderligere for at holde væksten stabil. Hvor de tidligere hovedsageligt stimulerede via investeringer i infrastruktur, fokuserer de nu i stigende grad på at stimulere det hjemlige forbrug. Det er et led i omstillingen af økonomien til at være mere forbrugerdrevet.

↑ **MULIGHED FOR OVERRASKELSER:** Med beherskede forventninger til selskabernes indtjeningsvækst i resten af 2019 er der gode muligheder for positive overraskelser, hvis den økonomiske vækst kan genfinde sit momentum.

Og hvad kan trække ned?

↓ **HANDELSKONFLIKT KAN LØBE LØBSK:** Skrækscenariet er, at handelskrigen eskalerer voldsomt, eller at konflikten trækker i langdrag – det er aktuelt den største risiko for økonomien og de finansielle markeder. Både amerikanerne og kineserne ønsker at presse flere indrømmelser ud af modparten, og efter USA har udvidet konflikten til at omfatte kinesiske teknologiselskaber, er tillidsforholdet og forhandlingsklimaet blevet forværret.

↓ **ANDRE POLITISKE RISICI:** Handelskrigen er kun én af de aktuelle politiske usikkerheder. Fx kan handelskonflikten mellem USA og Europa blusse op, ligesom brexit kan blive et fornyet tema, i takt med at vi nærmer os den nye deadline for brexit i oktober i år. Dertil kommer forhøjede spændinger mellem Iran og USA.

↓ **FORNYET FRYGT FOR RECESSION:** Vi befinder os i den sene fase af det økonomiske opsving, og det kan – som i perioder af 2018 – udløse nye bølger af nervøsitet for, hvornår opsvinget er endegyldigt forbi, og den næste recession banker på.

I Mellemøsten har skærpede spændinger mellem Iran og USA skabt usikkerhed på oliemarkedet, og amerikanerne har sendt hangarskibet USS Abraham Lincoln til området.

forestående handelsaftale havde været en af drivkræfterne for aktiestigningerne i 2019.

Det er dog vigtigt at huske, at det blot var én af brikkerne i det samlede billede. Aktierne har også fået medvind fra centralbankerne i Europa og USA, der har skudt de næste renteforhøjelser et godt stykke ud i fremtiden, fra myndighedernes stimuli af økonomien i Kina, fra bedring af en række økonomiske indikatorer og fra en række gode indtjeningstal fra selskaberne.

Ser vi på det samlede billede, tegner det efter vores vurdering fortsat mere positivt end negativt på 12 måneders sigt - men der er ingen tvivl om, at billedet på kort sigt er mere mudret end for en måned siden.

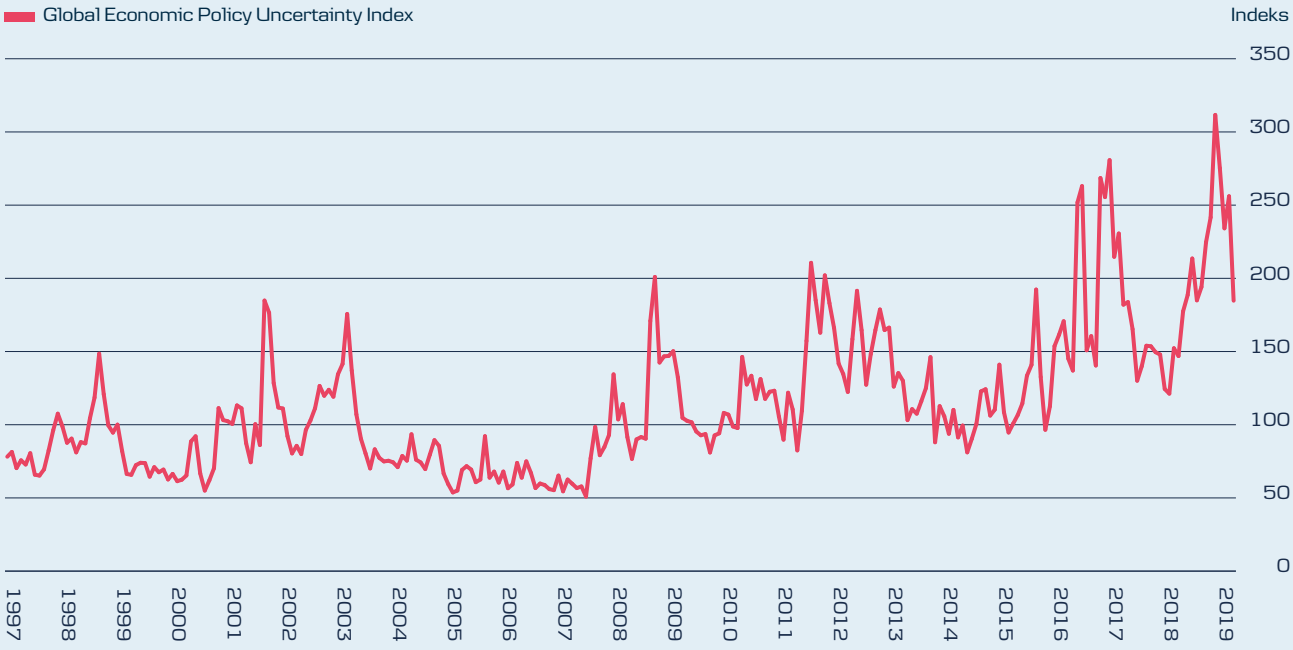
Kan blive værre, før det bliver bedre

Siden amerikanerne i maj løftede tolden fra 10 til 25 pct. på kinesiske eksportvarer for 200 mia. dollars, har kineserne tilsvarende løftet tolden til 25 pct. på amerikanske varer for 60 mia. dollars, og vi risikerer flere aggressive tiltag fra parterne, før det bliver bedre. Samtidig begynder handelskrigen at gribe om sig, så det ikke længere kun er toldsatser, der er fokus på. Amerikanerne afskærer fx kinesiske teknologiselskaber fra amerikansk teknologi, og modsat oplever mange amerikanske virksomheder, ▸▸

> *Begge lande lider under handelskrigen, så vores hovedscenarie er fortsat, at de formår at blive enige om en fornuftig aftale inden for en overskuelig fremtid.*

Den globale økonomisk-politiske usikkerhed er meget høj

Den globale usikkerhed har været rekordhøj den seneste tid. Det viser et indeks over den økonomisk-politiske usikkerhed – det såkaldte Global Economic Policy Uncertainty Index. Indekset afspejler endnu ikke den seneste måneds eskalering af handelskrigen, som kan få det til at stige igen. Usikkerhedsindekset bliver udarbejdet af en række økonomer og studerende fra den amerikanske universitetsverden og er baseret på, hvor meget udvalgte medier skriver om økonomisk-politisk usikkerhed. Indekset går tilbage til begyndelsen af 1997, og det har på intet tidspunkt ligget så højt som i den seneste tid – heller ikke under finanskrisen i 2008-2009 eller den europæiske gældskrise et par år efter.



Kilde: Macrobond.

Alt i alt ser vi flere faktorer, der trækker op for aktierne end ned, selv om der på kort sigt er betydelig risiko for fortsatte kursudsving.

at deres vilkår på det kinesiske marked er blevet dårligere – fx fordi de kinesiske myndigheders toldbehandlinger trækker ud, og det tager længere tid at få fornødne licenser og godkendelser. Yderligere har kineserne antydet et potentielt stop for salget af sjældne jordmetaller fra Kina, der udgør en vital del af produktionen af forskelligt IT-udstyr i USA.

Jo længere en aftale trækker ud, jo mere kan usikkerheden nå at forplante sig i den globale vækst og spolere det samlede billede. Det er afgjort en risiko. Måske skal det gøre endnu mere ondt, før amerikanerne og kineserne er parate til at komme med de fornødne indrømmelser. Forhandlingerne ser i øjeblikket ud til at være sat på pause, og muligvis skal vi væsentligt tættere på G20-topmødet i Japan i slutningen af juni, før de to parter føler sig presset tilbage til forhandlingsbordet. Der er stadig muligheder for, at Donald Trump og den kinesiske præsident, Xi Jinping, skal mødes og drøfte handel under G20-mødet.

Begge lande lider under konflikten, så vores hovedscenarie er fortsat, at de formår at blive enige om en fornuftig aftale inden for det næste halve år. Dette hovedscenarie medvirker til, at vi fortsat ser værdi i aktiemarkederne det kommende år og fastholder vores lille overvægt i aktier.

Potentielle drivkræfter for aktierne

Så længe handelskrigen står på, øger det samtidig sandsynligheden for en fortsat lempelig pengepolitik fra centralbankerne. Inflationen er under kontrol, og så er det svært at forestille sig pengepolitiske stramninger, så længe handelskonflikten er uafklaret. Dertil kan den opblussende usikkerhed få de kinesiske myndigheder til at stimulere økonomien yderligere for at opveje de negative effekter af handelskrigen.

Ser vi på virksomhedernes indtjening, har den generelt overrasket til den positive side i årets første kvartal, og denne trend kan fortsatte, hvis den globale vækst forbliver intakt. Trækker handelskrigen ud, vil det dog ramme økonomien og virksomhedernes indtjening.

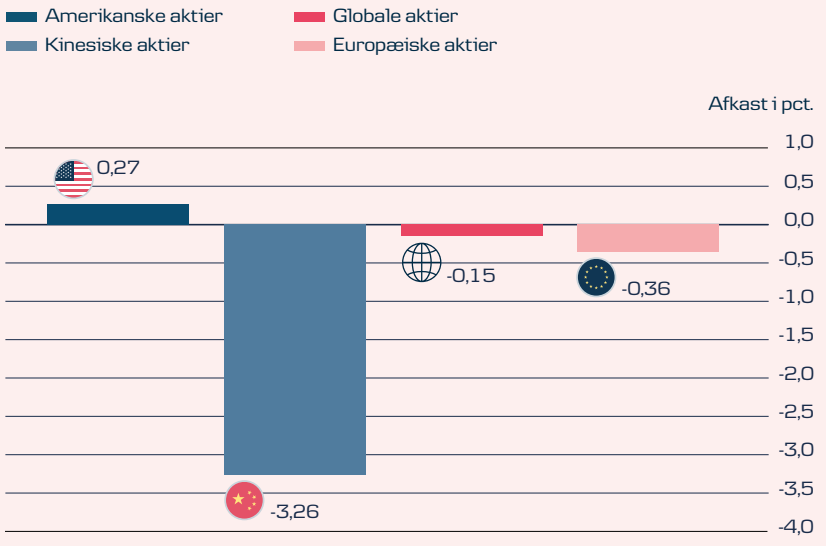
Forventer 4-7 pct. i afkast

Alt i alt ser vi flere faktorer, der trækker op for aktierne end ned, selv om der på kort sigt er betydelig risiko for fortsatte kursudsving. Vores forventning er, at globale aktier i løbet af de kommende 12 måneder vil give et afkast på 4-7 pct., og forventningen om fortsat lave renter i længere tid er yderligere med til at gøre obligationer mindre attraktive end aktier.

Obligationer bør dog fortsat udgøre en vigtig komponent i porteføljen, da de er med til at øge stabiliteten – og ikke mindst i urolige tider som nu er det en eftertragtet egenskab.

Eskalering af handelskrig rammer især kinesiske aktier

Siden januar 2018 har vi 12 gange oplevet nyheder om eskalering af amerikanernes handelskrig med omverdenen, herunder i særdeleshed Kina, og i gennemsnit er de kinesiske aktier blevet ramt meget hårdere end de amerikanske i løbet af de efterfølgende 20 handelsdage. Hvor kinesiske aktier i gennemsnit er faldet 3,3 pct., er amerikanske aktier rent faktisk steget 0,3 pct.



Kilde: Macrobond, MSCI-indeks, totalafkast, lokal valuta.

Her ser vi det mest attraktive afkastpotentiale

Overvægt i Europa – undervægt i Japan

Vi vurderer, at den aktuelle udvikling er mest positiv for europæiske aktier. Europa oplevede en opbremsning i økonomien i 2018, men de nuværende svaghedstegn er efter vores vurdering indregnet i aktiekurserne. Vi har set tegn på stabilisering i Europa, selv om det formentlig kræver en handelsaftale og et globalt stemningsskift, før vi for alvor ser fremgang i europæisk økonomi.

Europa bliver ofte sammenlignet med Japan, der lider under en meget træg økonomisk udvikling. Vi ser dog flere væsentlige forskelle – herunder en højere strukturel vækst i Europa og en lavere offentlig gæld, der giver større råderum for finanspolitisk stimuli. Derudover har Den Europæiske Centralbank også fortsat flere strenge at spille på end centralbanken i Japan, når det gælder pengepolitisk stimuli. Europa er regionen med de højeste udbyttebetalinger – også højere end udbytterne fra japanske aktier – og i usikre tider kan høje udbyttebetalinger være en eftertragtet indkomstkilde, der er med til at understøtte aktiekurserne. Faktisk er de europæiske udbytter omtrent på niveau med renten på europæiske high yield-obligationer. Yderligere vurderer vi, at profitabiliteten for japanske selskaber nærmer sig toppen, mens den for europæiske selskaber ligger på et højere niveau og har potentiale for yderligere stigninger. Vores overvægt i europæiske aktier modsvares derfor af en undervægt i japanske aktier.

Større potentiale i europæiske aktier

Hvor egenkapitalforrentningen for japanske aktier (return on equity, ROE) ligger markant over det historiske gennemsnit, ligger europæiske aktier en anelse under. Typisk topper selskabernes forrentning af egenkapitalen i slutningen af et økonomisk opsving, og vores forventning er, at europæiske aktier stadig har noget til gode – og mere end japanske aktier.

Kilde: Macrobond.

Fokus på udbytteaktier med god kvalitet

I usikre perioder er det ekstra vigtigt med de rette aktier i porteføljen. Typisk søger investorer ly i defensive sektorer som forsyning, stabilt forbrug og sundhed, men de er relativt dyrt værdiansat i øjeblikket set i forhold til aktiemarkedet generelt. Såkaldte kvalitetsaktier er en anden kategori af aktier, der typisk er robuste i urolige perioder. Det er selskaber, der blandt andet har en stabil indtjening og moderat gæld, og de seneste kvartaler har vi haft meget fokus på kvalitetsaktier, men de begynder ligeledes at have en høj værdiansættelse. Nu hælder vi derfor mod udbytteaktier, der også typisk har en god robusthed, men hvor vi lige nu ser mere interessante afkastmuligheder. Vi har især fokus på udbytteaktier med præg af kvalitet – dvs. selskaber hvor vi fortsat kan forvente en god indtjening og fornuftige udbyttebetalinger, selv om økonomien måtte udvikle sig til det værre.

Investment grade-obligationer er gylden middelvej

Politisk usikkerhed, bekymringer om den økonomisk vækst og lempelige centralbanker har presset renterne på statsobligationer i bund – og vi forventer fortsat meget lave renteniveauer og dermed også meget lave afkast resten af året. Med de nuværende risikofaktorer er vi dog samtidig tilbageholdende med high yield-obligationer – dvs. obligationer med lav kreditkvalitet, der kaster højere renter af sig. Her kan markedsvolatilitet og usikkerhed give kurserne et markant tryk. Vi fastholder derfor vores overvægt i investment grade-obligationer – dvs. virksomhedsobligationer med høj kreditkvalitet – som en gylden middelvej. Her får vi mulighed for bedre afkast end statsobligationer, men med en lavere risiko end high yield.

Emerging markets overskygget af usikkerhed

Gennem længere tid har vi haft overvægt i emerging markets-aktier, men eskaleringen af handelskrigen har dog for nyligt fået os til at reducere til neutral vægt – og tilsvarende har vi neutral vægt i emerging markets-obligationer. Højere toldsatser og risikoen for yderligere eskalering rammer en lang række emerging markets-lande med tætte handelsrelationer til Kina, fordi de blandt andet leverer råvarer til kineserne. Det kan på kortere sigt lægge pres på aktier og obligationer fra emerging markets. På længere sigt ser vi dog stadig et attraktivt potentiale, der knytter sig til den højere strukturelle vækst i emerging markets end i de udviklede markeder.

Donald Trump udskød i maj en evt. forøgelse af told på bilimport fra Europa til efteråret. Generelt lader det til, at den pressede europæiske bilsektor begynder at have lagt det værste bag sig.

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

AKTIER - REGIONER
Regional allokering inden for aktivklassen aktier

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

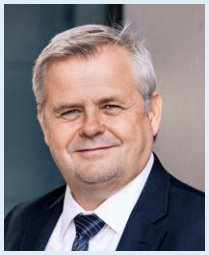
AKTIER - SEKTORER
Sektorallokering inden for aktivklassen aktier

Cyklisk forbrug	→	Neutral
Energi	→	Neutral
Finans/ejendomme	→	Neutral
Forsyning	→	Neutral
Industri	→	Neutral
IT	→	Neutral
Råvarer	→	Neutral
Stabilt forbrug	→	Neutral
Sundhed	→	Neutral
Kommunikationsservice	→	Neutral

Kilde: Danske Bank.

Hvem er vi?

Strategy & Macro | Danske Bank House View



Lars Skovgaard Andersen
Seniorstrateg

Christian Lie
Seniorstrateg

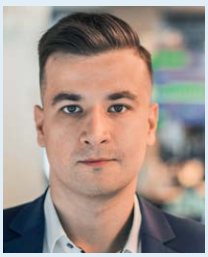
Kaisa Kivipelto
Seniorstrateg

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. 61126228
danskebank.com