



Mandel Ngan/AFP/Ritzau Scanpix



Danske Bank Asset Management  
Quarterly House View Winter 2019  
INSTITUTIONAL

## *2020 bliver intet festfyrværkeri – men mindre kan også gøre det*

Trods flere potentielle lyseslukkere i global økonomi ser vi fortsat et fornuftigt afkastpotentiale for aktierne det kommende år.

Danske Bank



Industriproduktionen har været et ømt punkt i global økonomi i 2019, men har de seneste måneder vist tegn på bedring bl.a. i USA. Her er det Boeing-fabrikken i Renton ved Seattle.



Jason Redmond/AFP/Ritzau Scanpix

## Potentiale og risici for investorer i det nye år

Den senere tids økonomiske og politiske fremgang understøtter vores forventning om, at aktierne fortsat har et fornuftigt afkastpotentiale i 2020, men fremgangen kan dog vise sig at hvile på et spinkelt grundlag. Vi gør status for global økonomi og vurderer, hvad der skal bringe aktiekurserne videre op efter årets store stigninger.

Få måneder kan virkelig gøre en verden til forskel på de finansielle markeder – og de seneste måneder til det bedre.

I AUGUST VAR STEMNINGEN DYSTER: Handelskrigen mellem USA og Kina eskalerede, svaghestegnene i global økonomi blev stadig mere udtalte, og

risikoen for et kaotisk no deal-Brexit steg. I USA inverterede rentekurven – dvs. at de lange renter blev lavere end de korte – og det forstærkede nervøsiteten, da det historisk set har været en af de bedste indikatorer på en forestående recession. Investorer søgte ly i obligationer, renterne i Europa ramte nye historiske bundniveauer, og aktiekurserne faldt.

I DAG ER DER BETYDELIGT STØRRE OPTIMISME: Den politiske risiko er aftaget, efter USA og Kina er ved at forhandle en delaftale i handelskonflikten, og et no deal-Brexit er afværget i denne omgang. Centralbankerne har de seneste måneder gjort deres til at løfte stemningen med pengepolitiske lempelser, ligesom en række økonomiske nøgletal har været til den positive side og givet lidt lysere tro på fremtiden. Recensionsfrygten er aftaget, og investorerne har øget deres appetit på risiko, hvilket siden august har sendt især de lange renter og aktiekurserne op. ▶▶



Af Danske Banks chefstrateg Henrik Drusebjerg



Status er kort fortalt, at vi befinder os i den sene fase af det økonomiske opsving, som i USA har været i mere end 10 år og dermed er det længste opsving siden 2. Verdenskrig.

Forventet afkast fra globale aktier på

**4-8%**

de kommende 12 måneder målt i lokal valuta.



Overvægt i aktier



Undervægt i obligationer

### Fortsat overvægt i aktier

Samlet set understøtter de seneste måneders udvikling vores forventning om, at aktier har et fornuftigt afkastpotentiale det kommende år. Derfor fastholder vi en mindre overvægt i aktier i vores porteføljer og en tilsvarende undervægt i obligationer. Konkret forventer vi et afkast fra globale aktier i størrelsesordenen 4-8 pct. i løbet af de kommende 12 måneder.

Men vi er varsomme med at lade os rive med af optimismen, for ret beset er en ny bølge af markedsuro og aktiekursfald ikke længere væk end et negativt tweet om handelskrigen fra Donald Trump eller et par dårlige økonomiske nøgletal. Samtidig vurderer vi, at de seneste måneder politiske og økonomiske fremgang i vid udstrækning er indregnet i aktiekurserne i dag, ligesom fremgangen kan vise sig at hvile på et spinkelt grundlag.

Så hvad skal bringe aktiemarkedene videre op herfra, og hvad kan afspore fortsatte kursstigninger? Det ser vi nærmere på her.

### Drivkræfter for aktiestigninger

Status er kort fortalt, at vi befinder os i den sene fase af det økonomiske opsving, som i USA har været i mere end 10 år og dermed er det længste opsving siden 2. Verdenskrig. Årene med den højeste økonomiske vækst ligger bag os, og gennem længere tid er især fremstillingsindustrien bremset op med vigende nøgletal i både Europa, USA og Kina. På det seneste har vi dog set tegn på stabilisering i en række nøgletal, som i bedste fald indikerer en vending, men vi har dog svært ved at forestille os et markant løft i væksten i den nuværende sene fase af opsvinget.

Mindre kan imidlertid også gøre det. Hvis de økonomiske nøgletal udviser stabilitet og fortsat bekræfter os og andre investorer i, at en recession ikke er lige om hjørnet, kan en mere moderat vækst være nok til at holde aktiemarkedene på rette kurs. Og mens den globale fremstillingssektor halter, er billedet mere positivt for servicesek- ►►



*Vi er varsomme med at lade os rive med af optimismen, for ret beset er en ny bølge af markedsuro og aktiekursfald ikke længere væk end et negativt tweet om handelskrigen fra Donald Trump eller et par dårlige økonomiske nøgletal.*

### Aktierne er ikke længere billige

Efter den senere tids kursstigninger er globale aktier nu værdiansat over de seneste 5 års gennemsnit målt på P/E (12 mdr. fremadskuende) - dvs. den pris, man som investor betaler for den forventede indtjening i selskaberne de kommende 12 måneder. Aktierne er således ikke billige, men efter vores vurdering er de fortsat et attraktivt alternativ til de meget lave forventede afkast fra obligationer. Den øgede værdiansættelse øger dog alt andet lige aktierens sårbarhed i tilfælde af negative begivenheder i global økonomi, og den forstærker vigtigheden at være selektiv i sin udvælgelse af aktier, herunder i valget af regioner og sektorer, samt fortsat også at have obligationer i sin portefølje som en stabilisator







Christine Lagarde tiltrådte i begyndelsen af november som ny chef for Den Europæiske Centralbank, og et af de interessante spørgsmål i 2020 er, hvilken kurs hun udstikker for pengepolitikken i Europa. Lempet hun den yderligere?

Christoph Soeder/DPA/Ritzau Scanpix

toren, som heldigvis udgør en større del af global økonomi. Her peger tillidsindikatorerne (PMI) fortsat på fremgang, og generelt har forbrugerne det også fortsat godt. Lav ledighed og lave renter – og dermed lave boligudgifter – er med til at holde gang i forbruget, og vi forventer fortsat lave renter i 2020.

Der er dermed flere forskellige faktorer, der fortsat trækker i den rigtige retning for økonomien, og vores overordnede vurdering er, at det nuværende opsving fortsat har noget tid at løbe på, mindst 12 måneder og potentielt længere, inden vi får en nedtur i økonomien. Vi vurderer dermed også, at der fortsat er tilstrækkelig grobund for vækst i virksomhedernes indtjening, som i sidste ende er det, der retfærdiggør stigende aktiekurser.

#### Flere potentielle lyselukkere

Alligevel er der gode grunde til at fast-

holde en forsigtig tilgang til sine investeringer og ikke påtage sig alt for høj risiko i sin portefølje. Blandt vores væsentligste forbehold er følgende risikofaktorer, der kan afspore den øgede optimisme blandt investorerne:

**VI ER BLEVET SNYDT FØR:** Fremstillingsindustrien er det ømmeste punkt i global økonomi. Industriproduktionen lider blandt andet under handelskrigen, der får virksomheder til at holde igen med store investeringer, men tillidsindikatorerne (PMI) for fremstillingsindustrien er blandt de nøgletal, der på det seneste har vist forsigtige tegn på stabilisering efter en længere periode med stadig dårligere tal. Man skal imidlertid være varsom med at tillægge det alt for stor betydning, da vi tidligere har set tegn på vendepunkter i PMI-tallene blot for derefter at se en yderligere forværing. Det var fx tilfældet i begyndelsen af



*Vores overordnede vurdering er, at det nuværende opsving fortsat har noget tid at løbe på, mindst 12 måneder og potentielt længere, inden vi får en nedtur i økonomien.*



### 3 aktuelle tal



**68,1%**

Så meget udgjorde personligt forbrug af det amerikanske BNP i 3. kvartal 2019 (kilde: fred.stlouisfed.org). USA er en forbrugsdrevet økonomi, og lav ledighed og stigende lønninger lægger i øjeblikket en solid bund under den amerikanske vækst. Samtidig har forbruget historisk set været en mere stabil bidragsyder til væksten end fx selskabernes investeringsaktivitet.



**2%**

Sådan lyder inflationsmålet, som centralbankerne i euroområdet (ECB) og USA (Fed) navigerer efter, men på begge sider af Atlanten har centralbankerne svært ved at skabe inflation i økonomien. Det medvirker til, at vi fortsat forventer en meget lempelig pengepolitik, ligesom centralbankerne vil være varsomme med stramninger i den nuværende skrøbelige fase af økonomien med betydelig politisk usikkerhed.



**9,8%**

Så meget forventer analytikerne i gennemsnit, at selskabernes indtjening pr. aktie vil stige i 2020, opgjort for globale aktier (kilde: Reuters IBES pr. 14.11.2019). Det er et meget højt tal sammenholdt med 2019, hvor forventningerne balancerer omkring 0,5 pct., og det kan meget vel vise sig at være for optimistisk. I den sene fase af opsvinget kan stigende lønninger blandt andet trykke selskabernes indtjening, og bremser økonomien hurtigere eller mere op end ventet, kan forventningerne hurtigt komme ud af trit med realiteterne. Forventningerne til væksten i omsætningen pr. aktie ligger på 4,5 pct.



*Hvis forhandlingerne om en fase 1-handelsaftale bryder sammen, vil det være en stor skuffelse, og selv om vi får en aftale, er den måske ikke så god som forventet.*

2019. Og begynder fremstillingssektoren for alvor at fyre, vil det også ramme forbrugerne og servicesektoren. Vi har brug for et se en stabilisering over en lidt længere periode - og i hvert fald ikke en forværring.

**MINDRE TØRT KRUDT PÅ LAGER:** 2019 har været defineret af handelskrig og politisk usikkerhed, men selv om det har lagt en dæmper på væksten, har vi undgået recession og nydt godt af høje afkast på aktiemarkedene. Her har pengepolitiske lempelser fra centralbankerne blandt andet gjort sit til at afbøde

de negative effekter og fastholde en positiv investorstemning. Vores vurdering er dog, at global økonomi har mindre at stå imod med i 2020 og dermed vil have sværere ved at absorbere nye chok. Centralbankerne har færre skud i bøssen, og økonomien befinder sig på et lavere niveau, hvor vi er tættere på randen af recession.

**Handelskrig kan blusse op igen**  
**HANDELSKRIGEN LEVER STADIG:** Et tredje væsentligt forbehold er handelskrigen mellem USA og Kina. De finansielle markeder har naturligvis ►►

## Risikoen for recession er aftaget

Federal Reserve Bank of New York (regional afdeling af den amerikanske centralbank) opgør løbende risikoen for en recession i USA inden for de kommende 12 måneder, baseret på forskellen mellem den korte og lange amerikanske rente (hhv. 3 mdr. og 10 år). Historisk set har udviklingen i spændet mellem disse renter været en af de mest pålidelige indikatorer på en forestående recession.

De seneste måneder er risikoen aftaget, men ligger stadig på et højt niveau. Fortsætter de økonomiske nøgletal med at pege på stabilisering i økonomien, kan det yderligere reducere frygten for recession og understøtte aktiekurserne.





Brendan Smialowski/AFP/Ritzau Scanpix

reageret positivt på den senere tids tilnærmelser mellem parterne, der i første omgang forventes at munde ud i en delaftale – en såkaldte fase 1-aftale – men vi mangler stadig at se aftalen materialisere sig, så Donald Trump og Xi Jinping kan lade sig hylde som de store forhandlere. Hvis forhandlingerne om en fase 1-aftale bryder sammen, vil det være en stor skuffelse, og selv om vi får en aftale, er den måske ikke så god som forventet, når den endelig bliver annonceret. Den daglige strøm af rygter og udmeldinger om forhandlingerne peger i mange retninger, og efter vores vurdering har investorerne i vid udstrækning taget forskud på glæderne.



*Både USA og Kina lider under handelskrigen, og Donald Trump har formentlig behov for at demonstrere en eller anden form for fremgang forud for præsidentvalget i 2020.*

Yderligere vil fase 1-aftalen blot være et første skridt på vejen mod enighed om de mere grundlæggende vilkår for fremtidens samhandel mellem USA og Kina. Selv om den politiske risiko er aftaget i denne omgang, kan handelskrigen hurtigt blusse op igen. Man skal dog ikke tage fejl af, at både USA og Kina lider under handelskrigen, og Donald Trump har formentlig behov for at demonstrere en eller anden form for fremgang forud for præsidentvalget i 2020, da det vil ramme ham negativt,

hvis væksten og aktierne i USA lider alt for meget under handelskrigen.

#### Kort sammenfatning

Alt i alt er konklusionen altså, at selv om vi står et bedre sted end for få måneder siden, ser billedet ikke ubetinget positivt og bekymringsløst ud, når vi kigger ind i 2020. Ikke desto mindre er vi tilstræk-

keligt fortrøstningsfulde til at fastholde vores mindre overvægt i aktier, hvor vi fortsat ser værdi i det nye år – også set i forhold til obligationsmarkederne. Men investorer må også indstille sig på perioder med betydelig volatilitet i det kommende år og skal ikke gøre sig forhåbninger om en gentagelse af de flotte afkast fra aktier i indeværende år.

### 3 afgørende faktorer for 2020



#### Amerikansk politik:

Hvordan udvikler den potentielle rigsretssag mod Donald Trump sig, og bliver han genvalgt? Valgkampen vil blive et kæmpe tema, hvor investorer også vil være meget optagede af, hvem der bliver den demokratiske modkandidat til præsidentvalget i november 2020, og hvad vedkommende står for politisk og økonomisk. Det kommer til at fylde rigtig meget, som året skrider frem.



#### Handelspolitik:

Hvordan udvikler handelskrigen mellem USA og Kina sig, og bliver den handelspolitiske front skærpet mellem USA og Europa? Handelskrigen mellem amerikanerne og kineserne er den vigtigste geopolitiske faktor for de finansielle markeder i årevis og en central brik i rivaliseringen mellem verdens to supermagter, hvor Kina æder sig ind på USA's globale dominans.



#### Recessionssignaler:

De finansielle markeder vil også i 2020 være meget sårbare over for tegn på, at det økonomiske opsving nærmer sig udløbsdatoen. Økonomiske nøgletal vil derfor få ekstremt meget opmærksomhed, og bliver markederne ramt af recessionsfrygt, kan det kaste perioder med betydelige markedsudsving og kursfald af sig.

*Udviklingen i Brexit-dramaet vil naturligvis også få opmærksomhed, men det har i højere grad regional betydning for Europa end global betydning.*

---

**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