



FOTO: Impa/PA/Ritzau Scanpix



Danske Bank Asset Management  
Quarterly House View Spring 2020  
INSTITUTIONAL

# *Potentiale i aktier trods frygt for virus*

Coronavirussen skaber udsving på de finansielle markeder for tiden, men under den urolige overflade forventer vi en fortsat stabilisering af økonomien, når usikkerheden løjer af, og vi forventer stadig et fornuftigt afkast fra aktier i 2020.

Danske Bank

Nu skal alle briter have nyt blåt pas i stedet for deres røde EU-pas. Selv om briterne har forladt EU, kan Brexit-dramaet hurtigt blusse op igen, når de fremtidige samarbejdsvilkår mellem EU og Storbritannien skal forhandles på plads.

FOTO: © No10 Crown Copyright/Ritzau Scanpix

## Tid til forsigtig optimisme

En moderat overvægt af aktier i vores porteføljer er efter vores vurdering den rette, balancerede tilgang til aktiemarkedene i øjeblikket. Selv om vi ser en række positive drivkræfter for økonomien og aktierne, anerkender vi også, at der er væsentlige risici.

Frygten for øget udbredelse af coronavirussen uden for Kina har den seneste tid udløst store kursudsving på aktiemarkedene, men inden da havde aktie- og obligationsmarkedene hidtil fortalt hver deres historie i år:



*Udbruddet af coronavirus havde hidtil kun udløst kortvarige tilbagefald, da investorer forventede, at den kinesiske økonomi hurtigt ville genvinde sin styrke, når udbruddet var inddæmmet.*

Aktiekurserne var steget til nye rekordniveauer, understøttet af tegn på stabilisering af global økonomi og en række positive overraskelser i den forgangne regnskabsæson. Aktierne fik yderligere medvind af aftagende politiske risici, efter USA og Kina i januar underskrev den såkaldte fase 1-handelsaftale, og briterne forlod EU på velordnet vis. Selv udbruddet af coronavirus havde hidtil kun udløst kortvarige tilbagefald, da investorer forventede, at den kinesiske økonomi hurtigt ville genvinde sin styrke, når udbruddet var inddæmmet.

Obligationsmarkedene har derimod fortalt en mindre positiv historie de seneste måneder. Her er renterne blandt andet faldet på tyske og amerikanske statsobligationer, der typisk agerer sikker havn i perioder med uro og bekymring om den økonomiske udvikling, ligesom rentefaldet også afspejler en øget forventning om, at centralbankerne kommer til at lempe pengepolitikken yderligere for at understøtte økonomien. Denne forventning har i parentes bemærket været yderligere en positiv faktor for aktierne.

Hvor udviklingen på aktiemarke- ►►



Af Danske Banks  
chefstrateg  
Henrik Drusebjerg

Forventet afkast fra  
globale aktier på

**4-8%**

de kommende 12 måneder  
målt i lokal valuta.



Overvægt i  
aktier



Undervægt i  
obligationer

derne indtil for nylig signalerede betydelig optimisme og tro på fremtiden, har udviklingen på obligationsmarkederne altså signaleret en vis skepsis i forhold til styrken i global økonomi. Så hvilken end af historierne skal man tro på som investor?

Efter vores vurdering skal man som investor fokusere på summen af de to historier. Ja, der er mange indikatorer, der peger den rigtige vej for økonomien og de finansielle markeder, men nej, man skal ikke lade sig rive med, for der er også væsentlige risici. Så nok har vi en overvægt i aktier - dvs. en højere andel af aktier i vores porteføljer, end vi forventer at have på lang sigt - men det er en lille overvægt. Tiden er til forsigtig-

og optimisme som investor og ikke til grådighed.

#### Drivkræfter for økonomien og aktierne

Lad os først se nærmere på, hvorfor vi fortsat ser grobund for optimisme for aktiemarkederne:

Kigger vi på de økonomiske indikatorer, havde vi, indtil coronavirusen stjal billedet, set fortsatte tegn på stabilisering af væksten efter en periode med svaghestegn og udtalt recessionsfrygt i løbet af 2019. En af de underliggende faktorer for dette har været aftagende frygt for eskalering af handelskrigen, som tidligere har tynget erhvervstilliden.

Dertil kommer, at stærke, stigende

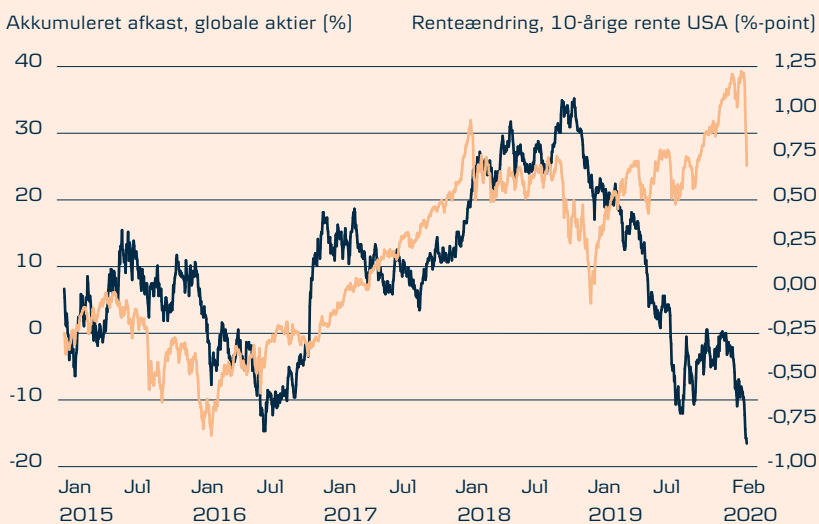


*Den begrænsede inflation og den moderate økonomiske vækst giver fortsat centralbankerne manøvrerum for at understøtte økonomien med lempelig pengepolitik.*

## Aktier og renter sendte splittede signaler

Mens aktiemarkederne indtil for nylig havde signaleret optimisme og tro på fremtiden med kursstigninger i 2020, har de faldende renter signaleret større skepsis om den økonomiske udvikling. Tendensen var en fortsættelse af det mønster, vi så i dele af 2019. Historiske afkast er ingen pålidelig indikator for fremtidige afkast.

■ 10-årige amerikanske statsobligationer  
■ Globale aktier (MSCI AC Wold)



Kilde: Macrobond, 01.01.2015-27.02.2020.

lønninger og lave renter - og dermed lave boligudgifter - bliver ved med at sikre et solidt privatforbrug som en central drivkraft for økonomien. De seneste måneder har forbrugerne endda også nydt godt af faldende oliepriser, der gør turen forbi tankstationen mindre smertefuld.

Andre væsentlige faktorer er den begrænsede inflation og den moderate økonomiske vækst. Det giver fortsat centralbankerne manøvrerum for at understøtte økonomien med lempelig pengepolitik - dvs. lave renter og opkøb af obligationer - uden frygt for økonomisk overophedning eller løbsk inflation. Derfor forventer vi, at centralbankerne fortsat vil være en væsentlig medspiller for økonomien og aktiemarkederne i den kommende tid.

#### De væsentligste risici

Når vi alligevel maner til forsigtighed, skyldes det flere faktorer:

**STABILISIERING - MEN INGEN ACCELERATION:** Nok har vi set tegn på stabilisering af den økonomiske vækst, men det skal ikke forveksles med acceleration, som vi har svært ved at forestille os i øjeblikket. Samtidig kan usikkerheden om coronavirusen give sig udslag i ►►



Frygt for coronavirusens negative effekter på global økonomi har udløst store kursfald på aktiemarkederne den seneste tid. Vi forventer dog, at de negative effekter er midlertidige, og at vi derefter vil se en kraftig genopretning af den økonomiske aktivitet.

en periode med skuffende nøgletal, der øger investorernes bekymring for, om stabiliseringen af økonomien er på rette kurs.

**POLITISK RISIKO KAN BLUSSE OP IGEN:** Den aftagende politiske risiko kan vise sig at have begrænset holdbarhed. Trods fase 1-handelsaftalen mellem USA og Kina er der stadig lang vej igen til en mere omfattende handelsaftale mellem landene, ligesom et hårdt Brexit stadig er en reel risiko. Briterne og EU har fortsat til gode at blive enige om de samarbejdsvilkår, der skal gælde i fremtiden, når den nuværende overgangsperiode udløber ved årsskiftet, så vi forventer en intensivering af Bre-



*Viser de negative effekter af virussen sig større eller mere længerevarende end forventet, kan det dog udgøre en trussel mod stabiliseringen af global økonomi.*

xit-dramaet igen på et tidspunkt. Ser vi mod Mellemøsten, kan spændingerne mellem Iran og USA hurtigt blusse op igen og påvirke olieprisen, og dertil kommer præsidentvalget i USA, der er yderligere en politisk usikkerhedsfaktor. I valgkampens hede risikerer vi, at Donald Trump skærper retorikken over for USA's handelspartnere og fx puster til ilden i forhold til en handelskonflikt med Europa. I Tyskland kan vi få tiltagende fokus på den skrøbelige regeringskollation samt hvem der skal lede CDU efter Angela Merkel.

**CORONAVIRUS KAN TRÆKKE UD:** Vi forventer, at den negative effekt af coronavirusen er midlertidig, og samtidig forventer vi, at de kinesiske myndig-

heder i mellemtiden vil gøre deres til at stimulere økonomien i Kina, så den holder sig oven vande. Viser de negative effekter af virussen sig større eller ►►

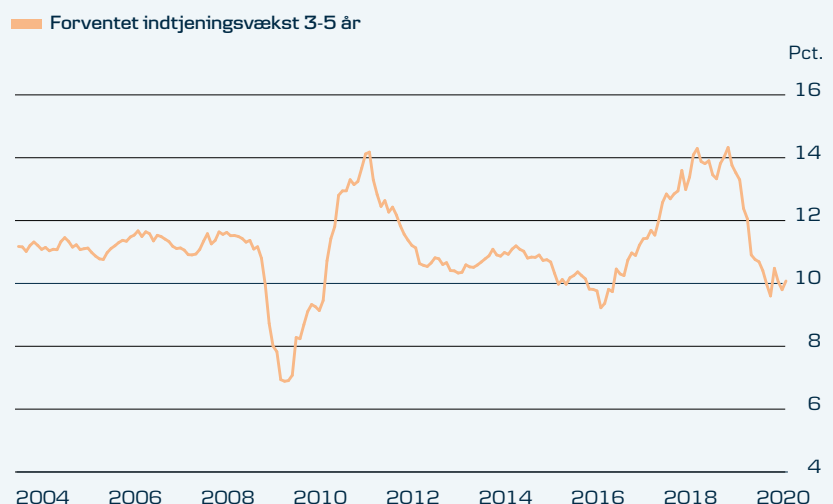
## Aktier er fortsat det bedste alternativ

Trods den seneste tids kursfald er aktierne ikke billige målt på P/E - dvs. den pris man som investor betaler pr. kroners indtjening i selskaberne. Aktiernes værdiansættelse ser dog mere attraktiv ud end før kursfaldene, og generelt vurderer vi fortsat, at aktier i det nuværende lavrentemiljø er det bedste alternativ for investorer. Derfor forventer vi trods den aktuelle turbulens fortsat en solid underlæggende efterspørgsel efter aktier.

På kortere sigt kan usikkerhed om coronavirusen føre til yderligere kursfald, men historisk set har store korrektioner i værdiansættelsen på aktier typisk været udløst af recessioner eller høj risiko for recession, og vi forventer fortsat en stabilisering af den økonomiske vækst på den anden side af den aktuelle uro om coronavirusen.

## Lave forventninger til langsigtet indtjening

Analytikernes forventninger til virksomhedernes indtjening de kommende 3-5 år ligger aktuelt på et lavt niveau historisk set. De langsigtede indtjeningsforventninger er ofte en væsentlig faktor for værdiansættelsen på aktier, og her ser vi potentiale for overraskelser til den positive side, hvis økonomien udvikler sig stabilt.





Selv om centralbankernes lempelige pengepolitik understøtte aktiemarkedene, kan forventningerne også blive for høje og give bagslag.

mere længerevarende end forventet, kan det dog udgøre en trussel mod stabiliseringen af global økonomi. Den senere tids spredning af virusen i blandt andet Sydkorea, Iran og Italien har øget risikoen for, at vi vil opleve en længere periode med nedgang end tidligere antaget, før vi ser en genopretning af den økonomiske aktivitet og virksomhedernes indtjening. Alene usikkerheden om virusens konsekvenser vil kunne øge volatiliteten i den kommende tid.

**BRISTEDE FORVENTNINGER TIL CENTRALBANKERNE:** Selv om centralbankernes lempelige pengepolitik understøtter aktiemarkedene, kan forventningerne også blive for høje og give bagslag. I den senere tid har investorer

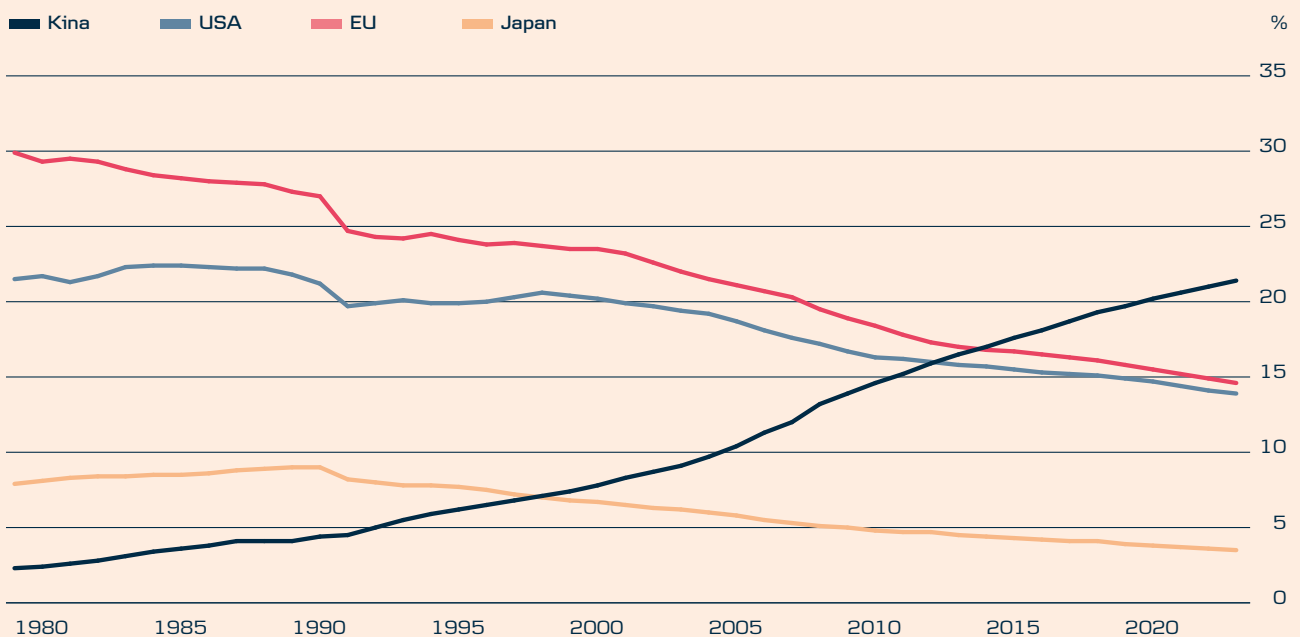
i stigende grad forventet yderligere pengepolitiske lempelser, og hvis retorikken og handlingerne fra centralbankerne i USA og Europa ikke matcher disse forventninger, kan det få en negativ effekt på de finansielle markeder.

**ANDRE FAKTORER:** Ser vi mod aktiemarkedene, ser analytikernes forventninger til virksomhedernes indtjening i 2020 lige vel optimistiske ud. Samtidig kan vi som nævnt løbe ind i negative overraskelser fra de økonomiske data, som vi fx for nylig oplevede med tal for den europæiske industriproduktion.

Efter vores opfattelse skal investorer derfor ikke blive overraskede, hvis vi i de kommende måneder fortsat får perioder med usikkerhed og markedsudsving. ►►

## Kinas stigende betydning for global økonomi

Mens aktiemarkedene har signaleret større optimisme og tro på fremtiden med kursstigninger i 2020, har de faldende renter signaleret større skepsis om den økonomiske udvikling. Tendensen er en fortsættelse af det mønster, vi så i dele af 2019. Historiske afkast er ingen pålidelig indikator for fremtidige afkast





Marts bliver den helt afgørende måned i kapløbet om at blive Demokraternes præsidentkandidat, der skal op imod Donald Trump ved valget til november.

© TO: Jonathan Ernst/Reuters/Ritzau Scanpix

### Den rette balance i porteføljen

Men trods rækken af potentielle usikkerhedsfaktorer vurderer vi altså, at forsigtig optimisme er den rette, balancerede tilgang til aktiemarkedene i øjeblikket. Vores hovedscenarie med fortsat økonomisk stabilisering og lempelige centralbanker er alt andet lige gunstigt for aktier og andre risikofyldte aktiver, men ved blot at have en moderat 5 pct.-overvægt i aktier anerkender vi samtidig de aktuelle risici.

En væsentlig del af det samlede billede er naturligvis også, at obligationer stadig giver meget lave renter, og selv om vi ikke forventer nævneværdige rentestigninger i nærmeste fremtid, kan fortsat økonomisk stabilisering på 12

måneders sigt løfte renterne og dermed presse obligationskurserne nedad. Det vil i så fald udvande afkastpotentialet fra obligationer yderligere.

Samlet set betragter vi derfor fortsat aktier som den mest attraktive aktivklasse og forventer, at der i den kommende tid vil være den fornødne efterspørgsel efter aktier til at understøtte

den nuværende værdiansættelse på aktiemarkedene. Med de kortsigtede usikkerhedsfaktorer og de politiske risici på lidt længere sigt – og sammenholdt med den moderate økonomiske vækst – har vi dog moderate afkastforventninger. Konkret ser vi et afkastpotentiale fra aktier i niveauet 4-8 pct. i løbet af de kommende 12 måneder.



*Med de kortsigtede usikkerhedsfaktorer og de politiske risici på lidt længere sigt – og sammenholdt med den moderate økonomiske vækst – har vi moderate afkastforventninger.*

### Aktuelle tal:

 **1,90%**

På 12 måneders sigt forventer vi i Danske Bank, at renten på 10-årige amerikanske statsobligationer vil stige til niveauet 1,90 pct., hvor den aktuelt balancerer omkring 1,30 pct. Også i Europa forventer vi stigende lange renter – både på tyske og nordiske statsobligationer. Da stigende renter er ensbetydende med faldende obligationskurser, vil det i så fald lægge yderligere pres på afkastet fra obligationer. Inden for de kommende måneder forventer vi dog, at renterne vil forblive på de nuværende niveauer som følge af blandt andet usikkerheden relateret til coronavirusen.

 **1990**

Det amerikanske præsidentvalg er en af årets vigtigste begivenheder for de finansielle markeder, og i øjeblikket er Demokraterne ved at finde ud af, hvem der skal tage kampen op imod Donald Trump ved præsidentvalget til november. Vinder en kandidat 1990 ud af 3779 delegerede, er nomineringen som Demokraternes præsidentkandidat i hus. Den helt store valgdag er Super Tuesday den 3. marts med valg i en lang række stater og i alt 1344 delegerede på spil. Andre vigtige datoer er 17. marts og 28. april med hhv. 577 og 663 delegerede på spil.

---

**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