



Danske Bank  
Quarterly House View Q3 2018

# *Investorer undervurderer styrken i det globale opsving*

Selv om vi har bevæget os ind i den sencykliske fase af det økonomiske opsving, har vi efter vores vurdering fortsat en længere periode med økonomisk vækst og stigende aktiekurser foran os.

Danske Bank



Risikoen for en hård landing i den kinesiske økonomi er efter vores vurdering aftaget, og det er med til at gøre emerging markets-aktier – og ikke mindst asiatiske aktier – attraktive.

# Sencyklisk medvind til aktier fra Europa og emerging markets

Selv om vi har bevæget os ind i den sencykliske fase af det økonomiske opsving, forventer vi fortsat medvind til aktiekurserne, ikke mindst i Europa og emerging markets. Efter vores vurdering ser mange investorer for negativt på markedsudviklingen.

Vi indledte 2018 med et positivt syn på såvel den økonomiske vækst som aktiemarkederne, og de forventninger holder vi fast i – også selv om det politiske kaos i Italien i øjeblikket skaber usikkerhed på de finansielle markeder, og Donalds Trumps handelskrig er blusset

op igen. Hverken de makroøkonomiske data eller virksomhedernes indtjening viser tegn på, at en økonomisk recession står for døren.

Investorerne har dog ikke været enige med os. Kigger vi på de finansielle markeder, må vi konstatere, at et flertal af investorerne tilsyneladende forventer, at den næste recession er under opsejling. Til trods for at opsvinget kører støt videre, og vi har haft en historisk stærk amerikansk regnskabssæson, har investorerne siden korrektionen på aktiemarkedet i februar været tilbageholdende med at tage yderligere risiko.

**Derfor holder investorer igen**  
Investorerens tilbageholdenhed har formentlig flere forklaringer:

- For det første befinder vi os i 10. år af opsvinget i USA, som dermed er det anden længste siden Anden Verdenskrig. Kursen er dermed sat mod en ny rekord, og det gør i sig selv mange investorer opmærksomme på – og nervøse for – at enden muligvis snart oprinder. Samtidig har aktiemarkedet historisk ►►



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

Forventet afkast fra globale aktier på

## 10-12%

de kommende 12 måneder målt i lokal valuta.

---

Overvægt i aktier

Undervægt i obligationer



*Vi forventer, at investorerne nu har fået tilpasset sig miljøet med stigende amerikanske renter og højere volatilitet og for alvor ryster kursfaldene tidligere på året af sig.*

set toppet, omkring 6 måneder før konjunkturerne vender. Så hører man til den lejr, der forventer recession i 2019, så tilsiger al logik, at man skal til at trimme sine investeringer nu.

- For det andet er nogle nøgletal begyndt at bøje af, hvilket især gælder de vigtige tillidsindikatorer fra virksomhederne, men også andre

indikatorer som fx det amerikanske detailsalg. Det forstærker naturligvis opmærksomheden om, at opsvinget ikke bare fortsætter i en uendelighed, og som altid reagerer finansmarkederne i negativ retning, når nøgletallene skuffer forventningerne.

- Sidst, men ikke mindst, er de amerikanske renter steget i 2018 trods de seneste ugers tilbagefald, og

rentekurven - dvs. forskellen mellem de korte og de lange renter - er blevet fladere. Historisk set har en fladning af rentekurven været den bedste indikation på, at vi er på vej ind i en recession, og helt naturligt har det tiltrukket sig investorernes opmærksomhed.

**Fra tidligt opsving til overophedning**  
Vi er fuldstændig enige med inve- ▶▶

## Her er økonomien i dag

I Danske Bank arbejder vi med den såkaldte investeringsklokke, der viser de forskellige faser i økonomien - og hvilke aktivklasser der typisk er attraktive at være eksponeret

mod i disse faser. Et økonomisk opsving kan inddeles i de to faser tidligt opsving og overophedning, og vores vurdering er, at vi aktuelt befinder os i begyndelsen af overophedning.

### Investeringsklokken



Store emerging markets-økonomier som Rusland og Brasilien nyder godt af stigende råvarepriser, herunder også stigende priser på olie.



storerne i, at det globale opsving er blevet mere modent, og at vi aktuelt befinder os i den sencykliske fase af det økonomiske opsving, også betegnet overophedning.

Et økonomisk opsving kan inddeles i to faser - hhv. tidligt opsving og overophedning - og gearskiftet i den økonomiske vækst og pengepolitikken tilsiger, at vi har bevæget os til overophedning.

Det tidlige opsving er karakteriseret ved acceleration i den økonomiske vækst, og denne fase lagde vi bag os i 2017. Samtidig peger den globale pengepolitiske kurs mere mod stramning end lempelse, ligesom arbejdsmar-

kedet er stramt med ultralave ledighedsrater flere steder. Yderligere har selskaberne en høj kapacitetsudnyttelse og melder stadig oftere om kapacitetsbegrænsninger, og det er alt sammen typiske indikatorer på overophedning.

Vi er dog ikke enige med de investorer, der vurderer, at vi nærmer os slutningen af denne fase. Tværtimod peger alt i vores øjne mod, at vi kun er i begyndelsen af den sencykliske fase. Vi nyder fortsat godt af solide økonomiske vækstrater over den langsigtede trend i alle de store økonomier, og vi forventer, at det fortsætter resten af 2018 og ind i 2019.

**De positive pejlemærker**

Der er flere årsager til, at vi ikke forventer en snarlig afslutning på det økonomiske opsving, som efter vores vurdering kan fortsætte et par år endnu:

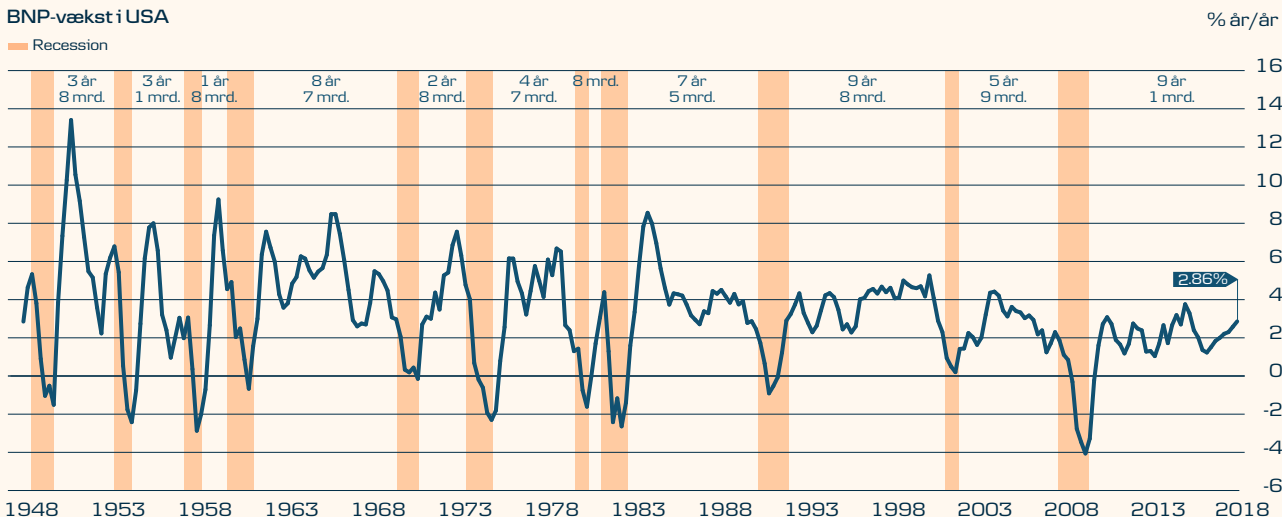
**RENTEKURVEN ER STADIG I TRYGT TERRÆN:**

Ser vi på den fladere amerikanske rentekurve, er den rigtig nok et tegn på, at vi befinder os i en fremskreden fase af konjunkturforløbet. 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. Og selv ▶▶

**Opsving nærmer sig rekord**

Det nuværende amerikanske opsving er det anden længste siden Anden Verdenskrig. I maj rundede opsvinget 9 år og bevægede sig ind i sit 10. år. Kun opsvinget fra 1991 til 2001 har varet længere - 9 år og 8 måneder.

**BNP-vækst i USA**



Kilde: Macrobond, 01.01.1948-01.01.2018. (Længden på det nuværende opsving er dog fremskrevet til maj 2018)



*Manglende inflation er den vigtigste indikator på, at vi efter vores vurdering befinder os i begyndelsen af det sencykliske opsving i økonomien og ikke mod slutningen.*

når rentekurven er inverteret, er der historisk set gået 27 måneder i gennemsnit, før USA er røget i recession.

Med andre ord: det er ikke en flad rentekurve, vi skal frygte, men derimod

en inverteret rentekurve – og pt. er der ikke udsigt til en snarlig invertering. Styringsrenten fra den amerikanske centralbank, Fed, ligger i øjeblikket på 1,75 pct., mens den lange 10-årige amerikanske statsrente aktuelt ligger i niveauet 2,85 pct. Danske Bank forventer højst yderligere tre forhøjelser i år fra Fed, og selv derefter vil der altså stadig være en pæn renteforskel på den korte og den lange rente set i forhold til den nuværende 10-årige rente.

**FORTSAT HØJ ERHVERVSTILLID TRODS FALD:** Ser vi på de senere måneders vigende erhvervstillid, er det en naturlig følge af, at væksten ikke længere accelererer. Men bemærk, at tillidsindikatorerne bøjer af fra nogle ekstremt høje niveauer og formentlig blot er i gang med at finde et leje, der er mere konsistent med den faktiske økonomiske udvikling.

Værdien 50 udgør skillelinjen mellem fremgang og tilbagegang i

erhvervstilliden, og så længe tillidsindikatorerne holder sig over 52, og afbøjningen foregår gradvist, er vi ikke bekymrede. Større fald kan afføde usikkerhed, men den bør være kortvarig, hvis vi fortsat er over 52.

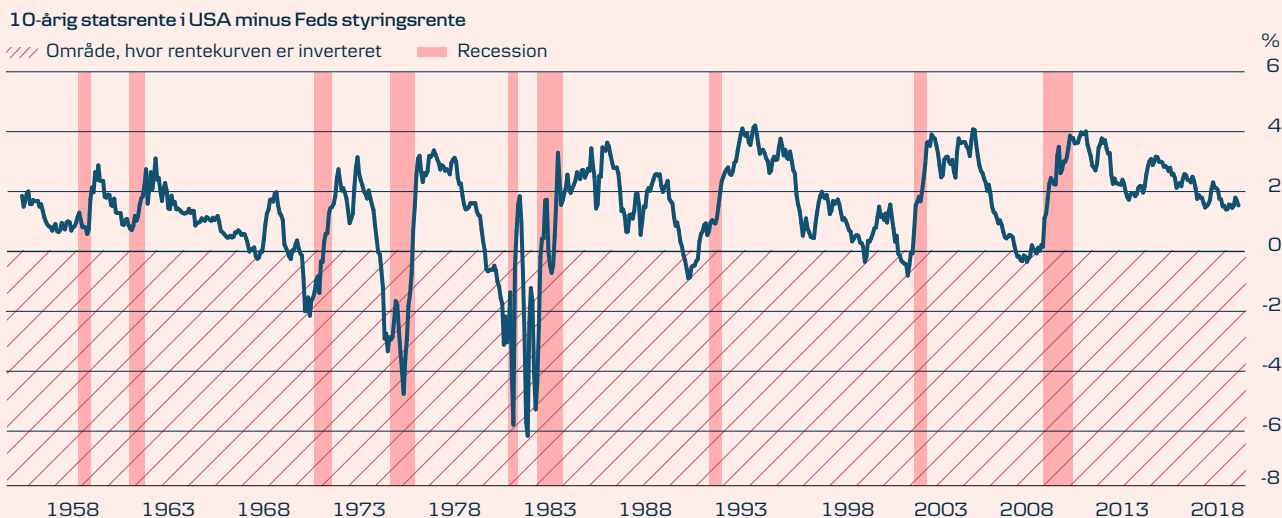
**Holder negativ spiral på afstand**  
**DEN LAVE INFLATION DOMINERER**  
**ENDNU:** Manglende inflation er imidlertid den vigtigste indikator på, at vi efter vores vurdering befinder os i begyndelsen af fasen overophedning og ikke mod slutningen.

Slutningen af et økonomisk opsving er typisk karakteriseret ved mangel på arbejdskraft og en produktion, der ikke kan følge med efterspørgslen, så det udmønter sig i et opadgående løn- og prispres. Kort sagt stiger prisen på input i produktionskæden, og de højere produktionsomkostninger væltes over på forbrugerne i form af prisstigninger. Men her er vi endnu ikke.

Lønveksten er tiltagende, men ▶▶

### Ingen røde flag fra rentespændet

Normalt er den lange rente højere end den korte. Historisk set har en invertering af rentekurven, hvor den korte renter bliver højere end den lange, varslet recessioner i USA. Ser vi på rentespændet mellem den lange 10-årige statsrente i USA og Feds korte styringsrente, er vi dog stadig langt fra en invertering.





Den amerikanske dollar er blevet styrket i 2018, og det forbedre konkurrenceevnen for selskaber i Europa og emerging markets, som vi overvægtter i øjeblikket.

stadig behersket, og samtidig betyder den teknologiske udvikling, at omkostningerne generelt kan holdes nede. Fx har e-handel gjort verden mindre. Varer, der kan handles over grænserne, er udsat for massiv priskonkurrence, og så længe vi som lønmodtagere ikke oplever, at vores leveomkostninger generelt er stigende, så presser vi mindre på for at få lønstigninger. Det er formentlig med til at holde den negative løn-pris-spiral i ave.

Når det er sagt, har vi de seneste måneder oplevet stigende inflation i USA, der er længst fremme i den økonomiske cyklus. Her ligger inflationen omkring centralbankens inflationsmål-sætning, mens man skal kigge langt efter de samme tegn i både Europa og Japan. Den adstadige udvikling i inflationen betyder, at centralbankerne kan tage det stille og roligt, og det er præcis, hvad Fed gør - og ECB sandsynligvis kommer til at gøre.

#### Vores aktuelle allokering

Med en verdensøkonomi, som er i begyndelsen af den sencykliske fase og fortsat bliver understøttet af finanspolitisk stimulans, er der efter vores vurdering fortsat mere at komme efter på aktiemarkedet. Derfor overvægtter vi fortsat aktier og undervægtter obligationer.

Det stærke arbejdsmarked betyder, at forbruget er godt understøttet, og det samme gælder investeringsaktiviteten i virksomhederne. Selskabernes indtjeningsudsigter ser stadig stærke ud - også selvom indtjeningsvæksten vil toppe i år, da effekterne fra den amerikanske skattereform gradvist vil aftage. Samtidig bider vi mærke i, at den nyligt overståede regnskabssæson formåede

at overraske til den stærke side trods de meget høje forventninger, og at særligt topinjevæksten trak fra. Og endeligt er analytikerne begyndt at opjustere forventningerne til virksomhedernes indtjening, hvilket er meget atypisk på dette tidspunkt af året, men lovende for udviklingen på aktiemarkedet.

Vi forventer derfor, at investorerne nu har fået tilpasset sig miljøet med stigende amerikanske renter og højere volatilitet og for alvor ryster kursfaldene tidligere på året af sig. Det bør efter vores vurdering bane vej for, at investorerne igen fokuserer på, at opsvinget har mere at give.

Konkret forventer vi et afkast på 10-12 pct. fra globale aktier for de kommende 12 måneder, opgjort i lokal valuta, og vi overvægtter Europa og emerging markets, mens vi undervægtter Japan og Danmark og neutralvægtter USA.

Vi holder skarpt øje med styrkelsen af den amerikanske dollar og de stigende oliepriser, som dog er faldet lidt tilbage på det seneste. Førstnævnte giver modvind til de amerikanske eksportselskaber, ligesom mange emerging markets-lande oplever, at finansieringen af deres gæld i dollar er blevet dyrere. Det er derfor lande med store betalingsbalanceunderskud, som vil være mest udsatte over for den styrkede dollar.

Til gengæld fører den styrkede dollar til en forbedret konkurrenceevne for fx europæiske og asiatiske eksportselskaber. Den stigende oliepris og stærkere dollar er godt for olieproducenter, hvis indtjening i egen valuta stiger, mens den dyrere olie potentielt kan dæmpe privatforbruget, da en større andel af vores disponible indkomst skal bruges på at tanke bilen etc.



*Med en verdensøkonomi, som er i begyndelsen af den sencykliske fase og fortsat bliver understøttet af finanspolitisk stimulans, er der efter vores vurdering fortsat mere at komme efter på aktiemarkedet.*



## De to mest attraktive regioner

Danske Bank har i øjeblikket overvægt i Europa og emerging markets.

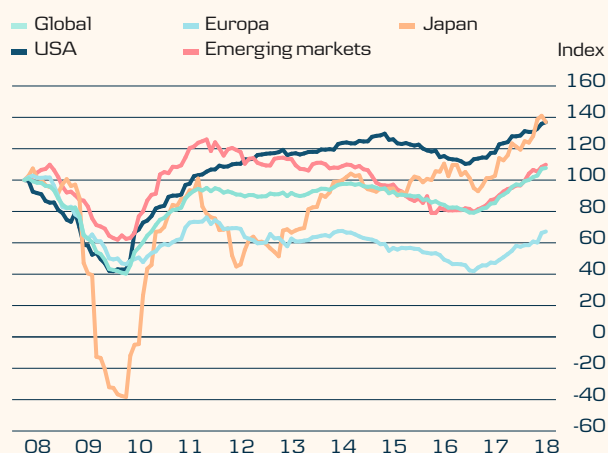
### EUROPA:

#### Plads til yderligere fremgang

Europa halter efter USA i det økonomiske konjunkturforløb og er den eneste større økonomi, hvor ledighedsraten er tættere på det langsigtede historiske gennemsnit, mens både Japan og USA har ledighedsrater, der ligger ganske tæt på de historiske bundniveauer. Europa halter også efter USA og Japan, når vi ser på selskabernes indtjeningscyklus, og derfor ser vi relativt set et større stigningspotentiale for indtjeningen, hvis ellers opsvinget fortsætter, som vi forventer.

Indenfor de udviklede markeder er Europa den eneste region, hvor EPS - dvs. indtjeningen pr. aktie - ikke ligger på et tiårigt topniveau, jf. figuren herunder. Tværtimod ligger indtjeningen pr. aktie 30 pct. lavere end for 10 år siden, mens de øvrige regioner ligger mere end 35 pct. højere. Prisfastsættelsen taler ligeledes til Europas fordel relativt set, og endeligt er der medvind et godt stykke tid endnu fra pengepolitikken sammenlignet med USA.

Udvikling i EPS (indtjening pr. aktie) siden 2008



Kilde: Macrobond, 01.01.2008-01.04.2018, MSCI-indeks, IMI, 12 måneders løbende EPS.

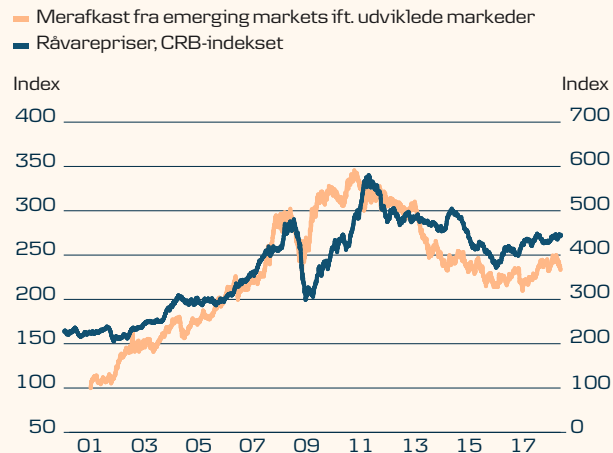
### EMERGING MARKETS:

#### Udviklingen i Kina er undervurderet

Emerging markets nyder godt af det globale opsving grundet den høje eksport og råvaretunge aktiemarkeder. Brasilien og Rusland er ude af dybe recessioner, og vi ser en vigende risiko for vækstnedgang i Kina, som efter vores vurdering ikke er indregnet i kurserne. De kinesiske myndigheder har bevist, at de stadig formår at balancere den økonomiske politik, og de store risikofaktorer i økonomien er ved at blive adresseret - blandt andet den private sektors gældsætning og ubalancer på ejendomsmarkedet. Vi forventer fortsat, at væksten i Kina vil aftage, men risikoen for en hård landing er reduceret, hvilket gør Asien attraktivt.

Emerging markets halter ligesom Europa efter i indtjeningscyklussen, og fortsætter opsvinget, vil emerging markets efter vores vurdering outperforme globale aktier i den sencykliske fase af opsvinget som følge af øget eksport og tiltagende indenlandsk efterspørgsel.

Emerging markets har givet merafkast, når råvarepriserne stiger



Kilde: Macrobond, 01.01.2000-22.05.2018, relativ performance for emerging markets-aktier i forhold til udviklede markeder beregnet som udviklingen i MSCI Emerging Markets Mid & Large Cap (Large, Mid & Small Cap) i forhold til MSCI World, IMI.

Selv om IT-sektoren fik en mavepuster i løbet af foråret, ikke mindst udløst af Facebook-skandalen, er det efter vores vurdering stadig en sektor, der bør overvægtes i porteføljen. På billedet Facebooks stifter og topchef Mark Zuckerberg, som de seneste måneder er blevet krydsforhørt af europæiske og amerikanske politikere.



# 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 lang 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	→	Neutral
Investment grade	↑	Overvægt
High yield	↓	Undervægt
Emerging markets-obligationer	→	Neutral

## AKTIER - REGIONER

### Regional allokering inden for aktivklassen aktier

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

## AKTIER - EMERGING MARKETS

### Landeallokering inden for regionen emerging markets

Brasilien	↓	Undervægt
Indien	↑	Overvægt
Rusland	↓	Undervægt
Kina	↑	Overvægt

## AKTIER - SEKTORER

### Sektorallokering inden for aktivklassen aktier

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



---

**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-København  
danskebank.com