



Danske Bank  
Quarterly House View sommaren 2019

## *I stormens öga*

En enda tweet från Donald Trump i början av maj ändrade förutsättningarna för marknaden helt, men det tar inte bort den underliggande styrkan i den globala ekonomin. Den upptrappade handelskonflikten och ökade osäkerheten har dock inneburit att vi gjort vissa justeringar i vår allokering.



Handelskriget mellan USA och Kina handlar inte bara om tullar. Kinesiska Huawei är nu med på listan över företag som inte får ta del av amerikansk teknik utan regeringens godkännande. Google har samtidigt upphävt delar av samarbetet med Huawei, vilket innebär att framtida telefoner från Huawei inte kommer att ha tillgång till YouTube och Gmail.

## Både ekonomin och börsen överlever Trumps handelskrig

Det eskalerande handelskriget mellan USA och Kina har bromsat årets uppgång på de globala aktiemarknaderna. Även om osäkerheten är hög just nu, ser vi fortfarande avkastningspotential i aktier på lite längre sikt.

Under en kort period stod stjärnorna rätt för börsen. Ekonomin visade tecken på stabilisering, inga räntehöjningar fanns i sikte och ett handelsavtal mellan USA och Kina var inom räckhåll. Så såg det ut ända till söndagen den 5 maj då Donald Trump valde att twittra ut att tullarna på kinesiska varor skulle höjas samma vecka. Enligt Trump gick handelssamtalen för långsamt och Kina hade löpande backat från tidigare överenskommelser.



*Minns till exempel sista kvartalet 2018 då börsen rasade och marknaden fruktade att slutet var nära. Bara ett par månader in i 2019 hade börsen återhämtat hela tappet.*

För marknaden kom nyheten som en total överraskning. Från kontinuerliga framsteg och ett nästan färdigt handelsavtal, gick vi på ett ögonblick tillbaka till betydande osäkerhet. Därefter har börsen stigit och fallit i takt med att olika budskap kablat ut från såväl Kina som USA. Samtidigt har osäkerheten fått ytterligare en dimension, till följd av spänningarna mellan USA och Iran som påverkar oljepriset.

Som lök på laxen finns också en risk att Trump ser Europa som nästa mål för handelskonflikten senare under hösten, och Trump har även hotat med att fortsätta höja tullarna på alla varor från Mexiko tills den illegala immigrationen är stoppad. Det är inte särskilt förvånande att globala konjunkturindikatorer har försvagats igen den senaste tiden.

Maj månad har bjudit på stora kursrörelser och dramatiska rubriker. Samtidigt har räntorna fallit ner mot tidigare bottennivåer när investerarna sökt skydd på obligationsmarknaden. Frågan är bara, hur illa är det egentligen ställt med tillväxten i världen? ►►



Av Maria Landeborn  
Senior strateg

Förväntad avkastning på globala aktier

**4-7 %**

de närmaste 12 månaderna  
mätt i lokal valuta.



Övervikt i  
aktier



Undervikt i  
obligationer



*Både den europeiska centralbanken i Frankfurt (bilden) och den amerikanska centralbanken har signalerat att de inte har för avsikt att höja räntorna under en överskådlig framtid.*

### När stormen mojnär är potentialen fortsatt högst i aktier

Fram till den 5 maj hade globala aktier stigit med nästan 17 procent sedan årsskiftet. Sedan dess är kursnedgången ungefär 6 procent i lokal valuta. Det innebär att 2019 fortfarande har gett en god avkastning trots stormen som svept över de finansiella marknaderna.

Även stormar brukar så småningom blåsa över och stämningen på marknaden kan skifta fort. Minns t.ex. sista kvartalet 2018 då börsen rasade och marknaden fruktade att slutet var nära. Några månader in i 2019 hade börsen återhämtat hela tappet och framtiden såg åter ljus ut.

Stormen kommer att mojna även denna gång och då räknar vi med att

det fortfarande är på börserna vi hittar de mest attraktiva möjligheterna till avkastning. Vi behåller därför en liten övervikt i aktier i vår allokering, och motsvarande undervikt i obligationer.

### Flera pusselbitar bakom börsuppgången

Med tanke på att förhoppningen



## ➤ Vad kan få börserna att stiga mer?

- ↑ **STARKA KONSUMENTER** Utsikterna för konsumenterna är goda, med sjunkande arbetslöshet och stigande löner i både Europa och USA. Lönerna stiger dock inte så mycket att det finns någon anledning till oro för inflation.
- ↑ **GOD BALANS I TILLVÄXTEN:** Även om konjunkturoron ständigt är närvarande sent i cykeln, så är tillväxten i grunden god. Den är dock inte så hög att centralbankerna behöver börja flagga för högre räntor. Klimatet är gynnsamt för aktiemarknaden då företagen drar nytta av låga räntor, och alternativen till börserna för en investerare är få.
- ↑ **INGA RÄNTEHÖJNINGAR:** Varken den europeiska eller amerikanska centralbanken väntas höja räntan de närmaste tolv månaderna. Tvärtom finns det förutsättningar för mer stimulanser från ECB i form av de så kallade TLTRO-lånen, d v s lån till bankerna med fördelaktiga villkor i syfte att öka utlåning och tillväxt.

- ↑ **LÅGA, LÅNGA RÄNTOR:** Den ökade osäkerheten har gjort att investerarna åter sökt sig till obligationer, vilket pressat ner 10-årsräntan i både Europa och USA. Det är positivt för tillväxten.
- ↑ **MER STIMULANSER I KINA:** För att motverka de negativa effekterna på ekonomin av det upptrappade handelskriget, kommer Kina sannolikt att öka stimulanserna ytterligare. Medan fokus tidigare legat på ökade investeringar i infrastruktur, är målet nu att lyfta inhemsk konsumtion. Det är också ett steg på vägen mot en mer konsumtionsdriven ekonomi, och minskar på sikt konjunkturskänsligheten i den kinesiska ekonomin.
- ↑ **UTRYMME FÖR ÖVERRASKNINGAR:** Förväntningarna på företagets vinsttillväxt under 2019 är dämpade, vilket gör att det finns utrymme för positiva överraskningar om tillväxten får upp momentum igen.

## ↙ Och vad kan få börserna att falla?

- ↓ **ETT FÖRVÄRRAT HANDELSKRIG:** Handelskriget utgör för närvarande den största risken för såväl ekonomin som börserna. Dessutom kan det bli värre innan det blir bättre. Både USA och Kina vill se eftergifter från motparten, och efter att USA har utvidgat konflikten till att även omfatta kinesiska teknikbolag, har såväl tilliten som förhandlingsklimatet förändrats till det sämre.
- ↓ **ANDRA POLITISKA RISKER:** Handelskriget är bara en av de politiska risker som finns på agendan just nu. Till exempel kan konflikten mellan USA och EU blossa

upp på nytt. Brexit kan återigen bli ett tema till följd av Mays avgång och att deadline för utträdet närmar sig i oktober. Dessutom har spänningarna mellan USA och Iran ökat.

- ↓ **ÖKAD ORO FÖR LÅGKONJUNKTUR:** Vi befinner oss i den senare delen av konjunkturcykeln och i juli blir expansionen i den amerikanska ekonomin den längsta någonsin. Konjunkturcykler dör inte av hög ålder, men det faktum att timmen är sen gör att investerarna letar efter tecken på att en recession är på ingång.





I Mellanöstern har spänningen ökat mellan Iran och USA och det har skapat osäkerhet på oljemarknaden. Amerikanerna har också skickat hangarfartyget USS Abraham-Lincoln till området.

om att USA och Kina snart skulle nå ett handelsavtal är en viktig anledning till årets börsuppgång, så är det inte konstigt att det eskalerade handelskriget skakat om marknaden.

Samtidigt är det viktigt att komma ihåg att handelsavtalet bara var en pusselbit i börsuppgången. Att den amerikanska centralbanken, Fed, valt att plocka bort årets två räntehöjningar ur sin prognos medan ECB skjuter sin första räntehöjning på en avlägsen framtid är andra viktiga faktorer. Kinas fortsatta stimulanser bidrar också, liksom det faktum att bolagsrapporterna för första kvartalet var bättre än väntat.

Sammantaget är det fortfarande

fler faktorer som talar för än emot börsen på tolv månaders sikt, men det råder inget tvivel om att utsikterna för aktiemarknaden på kort sikt har grumlats.

#### Sista skottet i konflikten är ännu inte avfyrat

Efter att USA i maj höjde tullarna från 10 till 25 procent på kinesiska exportvaror värda 200 miljarder dollar, svarade Kina med att höja tullarna på amerikanska varor till ett värde av 60 miljarder dollar. Sedan dess har USA svartlistat ett antal kinesiska bolag som inte längre får tillgång till amerikansk teknik, medan Kina sett till att det



*Båda länderna påverkas negativt av konflikten, och vi bedömer att motivationen att komma överens gradvis kommer att öka.*

blivit svårare för amerikanska bolag att göra affärer i landet. Exempelvis har processen i tullarna förlängts ►►



## Den globala ekonomisk-politiska osäkerheten kan stiga igen

Den globala osäkerheten har nyligen varit uppe på rekordhöga nivåer. Det visar ett index för ekonomisk-politisk osäkerhet, det så kallade Global Economic Policy Uncertainty Index. Osäkerhetsindex tas fram av ett antal ekonomer och studenter från den amerikanska universitetsvärlden och baseras på hur mycket utvalda medier skriver om ekonomisk-politisk osäkerhet. Indexet har använts sedan början av 1997 och det har aldrig tidigare varit så högt som under 2019 – inte ens under finanskrisen 2008-2009 eller under den europeiska skuldcrisen några år senare.

Global Economic Policy Uncertainty Index

Index

350

300

250

200

150

100

50

0

1997 1998 1999 2000 2001 2002 2003 2004 2005 2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014 2015 2016 2017 2018 2019



*Summa summarum finns det för tillfället fler faktorer som talar för börsen än emot den. På kort sikt finns det dock en risk att kursrörelserna blir stora.*

och licenser och tillstånd dröjer. Kina har dessutom antytt att de kan stoppa USAs tillgång till sällsynta jordartsmetaller, som är avgörande i produktionen av såväl batterier som annan teknisk utrustning. Det sista skottet i konflikten är sannolikt ännu inte avfyrat och det finns en klar risk att situationen trappas upp innan den blir bättre.

Ju längre det dröjer innan USA och Kina kommer överens, desto mer hinner osäkerheten fortplanta sig i ekonomin. Kanske behöver det göra mer ont innan de båda parterna återvänder till förhandlingsbordet, men risken finns att tillväxtutsikterna gradvis svärtas ner ju längre konflikten pågår. För tillfället har alla förhandlingar skjutits på framtiden och möjligen behöver G20-mötet i slutet av juni komma närmare innan parterna sätter sig ner tillsammans igen. Planen är fortfarande att Donald Trump och Xi Jinping ska träffas och diskutera handelsvillkoren under toppmötet.

Båda länderna påverkas negativt av konflikten, och vi bedömer att motivationen att komma överens gradvis kommer att öka. Det mest troliga scenariot är att ett avtal träffas före årsskiftet. På lite längre sikt är det positivt för börsen.

#### Här finns drivkrafterna för aktier

Så länge handelskonflikten pågår är det svårt att se att någon av de stora centralbankerna skulle välja att strama åt penningpolitiken. Inflationen är

dämpad, och löneökningarna stabila. Vår bedömning är att Fed redan har höjt räntan för sista gången under den här konjunkturcykeln och att sannolikheten för en räntesänkning har ökat, medan ECBs första räntehöjning inte sker förrän om 2-3 år. I Kina väntas stimulanserna öka för att kompensera för de negativa effekterna av tullarna.

Så här långt har vinsttillväxten i bolagen hållit uppe bättre än väntat. Rapporterna för första kvartalet var bättre än väntat i både Europa och USA, och förväntningarna på vinsttillväxten under 2019 har stabiliserats. Drar handelskriget ut på tiden, kommer det dock att dra ner tillväxten i både ekonomin och vinsterna.

#### Förväntad avkastning 4-7 procent

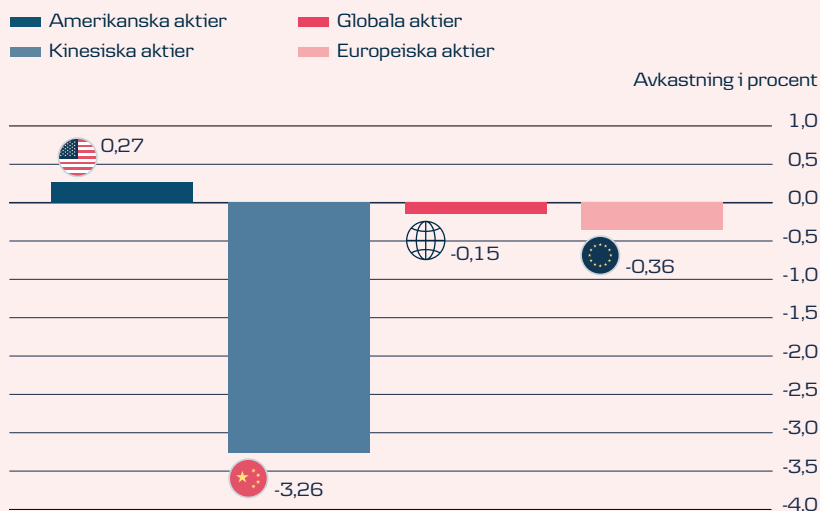
Summa summarum finns det för tillfället fler faktorer som talar för börsen än emot den. På kort sikt är dock risken överhängande för att kursrörelserna blir stora. Vi räknar med att globala aktier kommer att ge en avkastning på 4-7 procent de kommande 12 månaderna, och eftersom vi dessutom väntar oss att räntorna förblir låga ser aktier mer attraktiva ut än obligationer.

Trots den låga avkastningen är obligationer en viktig komponent som stabiliserar portföljen när risken av någon anledning är förhöjd, eller när konjunkturcykeln är sen och marknaden lider av tillväxtoro. I det här läget är båda villkoren uppfyllda.



#### Det eskalerande handelskriget påverkar framför allt kinesiska aktier

Sedan januari 2018 har vi vid tolv tillfällen nått av nyheter om att USA eskalerat handelskonflikten med omvärlden (framför allt med Kina). Överlag har kinesiska aktier drabbats betydligt hårdare än amerikanska aktier under de 20 efterföljande handelsdagarna. I genomsnitt har kinesiska aktier fallit med 3,3 procent de följande 20 dagarna, jämfört med amerikanska aktier som stigit 0,3 procent.



Källa: Macrobond, MSCI-index, totalavkastning, lokal valuta.



## Här ser vi bäst avkastningspotential

### Övertikt i Europa - undervikt i Japan

I den nuvarande situationen anser vi att Europa har högst potential att slå ur underläge. Efter inbromsningen i Europa under 2018, är mycket negativt reflekterat i värderingarna. Det ska dock sägas att även om vi sett vissa tecken på stabilisering under våren, så behövs ett handelsavtal och ett allmänt bättre globalt sentiment för att Europa ska få upp momentum.

Europa jämförs ofta med Japan som i decennier har haft en mycket svag ekonomisk utveckling trots att räntorna sedan flera år tillbaka pendlat kring noll. Vi ser dock flera viktiga skillnader. Europa har bland annat en högre strukturell tillväxt och en lägre statsskuld, vilket ger större utrymme för finanspolitiska stimulanser. ECB har också fler verktyg i den penningpolitiska stimulanslådan än den japanska centralbanken.

Även utdelningarna är högre i Europa än i Japan. Faktum är att Europa ligger i toppen bland de utvecklade marknader som erbjuder högst direktavkastning, och i

tider av osäkerhet kan utdelningar vara en god och stabil inkomstkälla. Direktavkastningen på europeiska aktier är idag lika hög som räntenivån på europeiska high yield-obligationer.

Slutligen ser vi mer uppsida när det gäller lönsamhet i Europa än i Japan. Japanska bolag har en lönsamhet nära gamla toppnivåer, medan europeiska bolag både är lönsammare än japanska i utgångsläget, och dessutom har långt kvar till den lönsamhet de normalt sett har haft innan en konjunkturtopp.

### Fokusera på kvalitetsbolag med stabil utdelning

När osäkerheten är stor är det extra viktigt att ha rätt aktier i portföljen. Typiskt sett söker sig investerare till defensiva sektorer som t ex hälsovård och dagligvaror, men de är för tillfället högt värderade i förhållande till aktiemarknaden generellt. En annan kategori som brukar vara stabil när det är turbulent är så kallade kvalitetsaktier. Det är bolag med stabil intjäning och låg eller måttlig skuldsättning. Även de börjar dock se högt värderade ut. Vi lägger därför fokus på utdelningsaktier, där det fortfarande finns intressanta möjligheter. Mer specifikt väljer vi utdelningsbolag där resultatutvecklingen förväntas vara god och utdelningen förbli intakt, även om tillväxten i ekonomin saktar in.

### Investment grade-obligationer är en gyllene medelväg

Politisk osäkerhet, tillväxtoro och försiktiga centralbanker har pressat ner räntorna på statsobligationer i botten. Vi räknar med fortsatt mycket låga räntor framöver, och därmed räknar vi även med mycket låg avkastning på statsobligationer det kommande året. På grund av den förhöjda risken är vi samtidigt negativt inställda till high yield-obligationer, d v s företagsobligationer med låg kreditvärdighet. Osäkerhet och volatilitet slår inte bara mot börsen, utan kan även pressa ner kurserna på den här typen av obligationer. Vi behåller därmed en övertikt i investment grade-obligationer, d v s företagsobligationer med hög kreditvärdighet, som en gyllene medelväg. Här finns möjlighet till högre avkastning än statsobligationer kan erbjuda, men till en lägre risk än vi får i high yield-obligationer.

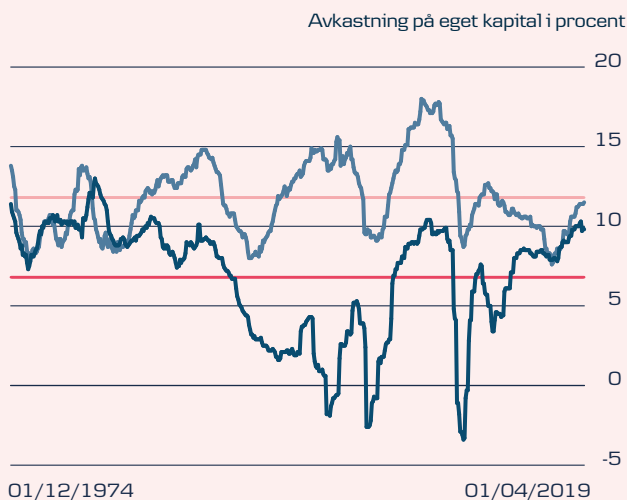
### Tillväxtmarknaderna tyngs av osäkerhet

Under lång tid har vi haft en övertikt i tillväxtmarknadsaktier med fokus på Asien i våra portföljer. Till följd av det eskalerade handelskriget har vi nyligen minskat till neutral vikt, vilket även gäller för tillväxtmarknadsobligationer. Högre tullar och risken att konflikten förvärras påverkar inte bara den kinesiska ekonomin, utan också ett stort antal tillväxtländer som levererar råvaror till Kina. Den närmaste tiden kan det komma att sätta press på både aktier och obligationer på tillväxtmarknaderna. På längre sikt ser vi dock fortfarande potential i tillväxtregionerna då de har en högre strukturell tillväxt än utvecklade marknader.

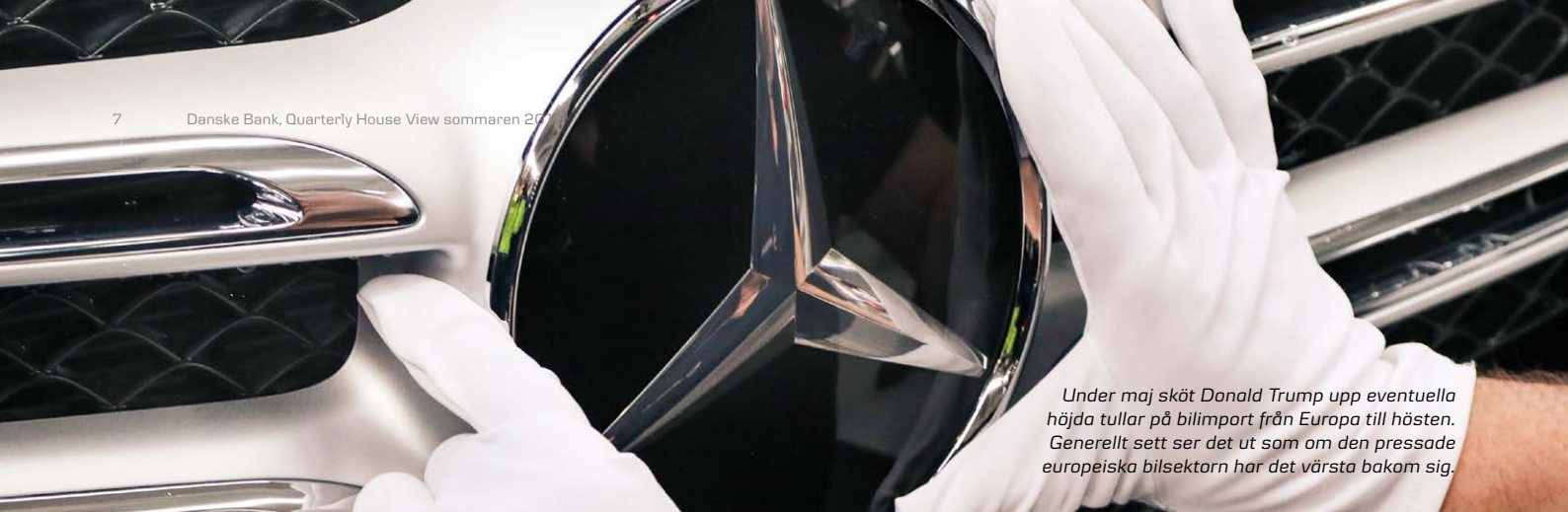
### Högre potential i europeiska aktier

Avkastningen på eget kapital (ROE) för japanska aktier ligger långt över det historiska genomsnittet, samtidigt som ROE för europeiska aktier ligger något under snittet. Normalt sett är bolagens avkastning på eget kapital som högst i slutet av en konjunkturcykel, och vi räknar med att europeiska aktier fortfarande har mer att ge än japanska aktier.

- Avkastning på eget kapital, japanska aktier
- Avkastning på eget kapital, europeiska aktier
- Historiskt genomsnitt, Japan
- Historiskt genomsnitt, Europa



Källa: Macrobond..



Under maj sköt Donald Trump upp eventuella höjda tullar på bilimport från Europa till hösten. Generellt sett ser det ut som om den pressade europeiska bilsektorn har det värsta bakom sig.

# Vår aktuella allokering

Danske Bank har en övervikt i de tillgångsslag som väntas gå bättre än marknaden den närmaste tiden och en undervikt i de som väntas gå sämre. Vid en övervikt har vi därför en högre exponering än vi förväntar oss att ha på lång sikt i våra portföljer, och vid undervikt har vi en lägre andel.

## TILLGÅNGSALLOKERING

|               |   |           |
|---------------|---|-----------|
| Aktier        | ↑ | Övervikt  |
| Obligationer  | ↓ | Undervikt |
| Likvida medel | → | Neutral   |

## RÄNTEBÄRENDE

|                              |   |           |
|------------------------------|---|-----------|
| Lokala statsobligationer     | ↓ | Undervikt |
| Investment grade             | ↑ | Övervikt  |
| High yield                   | → | Neutral   |
| Tillväxtmarknadsobligationer | → | Neutral   |
| Globala statsobligationer    | ↓ | Undervikt |
| Realränteobligationer        | ↑ | Övervikt  |

## AKTIEREGIONER

|                   |   |           |
|-------------------|---|-----------|
| USA               | → | Neutral   |
| Europa            | ↑ | Övervikt  |
| Tillväxtmarknader | → | Neutral   |
| Japan             | ↓ | Undervikt |
| Norden            | → | Neutral   |

## SEKTOR ALLOKERING

|                  |   |         |
|------------------|---|---------|
| Sällanköpsvaror  | → | Neutral |
| Energi           | → | Neutral |
| Finans           | → | Neutral |
| Kraftförsörjning | → | Neutral |
| Industri         | → | Neutral |
| IT               | → | Neutral |
| Råvaror          | → | Neutral |
| Dagligvaror      | → | Neutral |
| Hälsovård        | → | Neutral |
| Kommunikation    | → | Neutral |





# Vilka är vi?

Strategy & Macro | Danske Bank House View



Lars Skovgaard  
Andersen  
Senior strateg



Christian  
Lie  
Senior strateg



Kaisa  
Kivipelto  
Senior strateg



Maria  
Landeborn  
Senior strateg



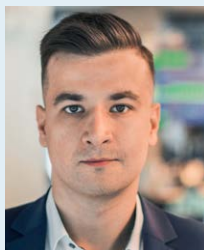
Tuukka  
Kemppainen  
Senior strateg



Sofie Manja  
Eger Huus  
Senior strateg



Anders Haulund  
Vollesen  
Strateg



Povilas  
Stankevičius  
Strateg



---

**Kom alltid ihåg risken som investerare:**

Utgångspunkten för den här publikationen är Danske Banks förväntningar på makroekonomin och de finansiella marknaderna. Om utvecklingen skiljer sig från våra förväntningar kan det påverka avkastningen på en investering negativt och leda till förluster.

Danske Bank har endast tagit fram det här materialet i informationssyfte och materialet ska inte ses som investeringsrådgivning.

Tala alltid med en rådgivare om du överväger att göra en investering efter att ha läst det här materialet och ta reda på om investeringen passar din investeringsprofil. Den bygger på din risktolerans, placeringshorisont och förmåga att bära förluster.

---