



Danske Bank
Quarterly House View sommaren 2021

Återöppningen av världsekonomin innebär en fin balansgång för investerare

Vi befinner oss i en konjunkturcykel på steroider, och efter den kraftiga börsuppgången bör man vara medveten om att potentialen framåt inte längre är lika hög.

Danske Bank



Första helgen med återöppning av vanliga butiker i Bordeaux i Frankrike. Utrullningen av vaccin och lättade restriktioner i flera länder medför just nu en ekonomisk boom.

Surfa försiktigt på öppningsvågen

Att ekonomin öppnas upp är givetvis positivt, men när vi lägger den kraftfullaste delen av återhämtningen bakom oss kan utvecklingen på börsen också bli mindre gynnsam.

Under de senaste månaderna har den globala utrullningen av vaccin lett till en gradvis återöppning av ekonomin, och börserna har överlag reagerat positivt på detta. Det finns dock inget historiskt facit för hur man som investerare ska agera i en tid då världsekonomin återhämtar sig efter en nedstängning och pandemi. Sedan världsekonomin tvärnitade förra våren har vi upplevt en återhämtning på steroider. Under loppet av ett enda år har vi gått från god tillväxt till djup lågkonjunktur, följt av en ekonomisk boom.



Som investerare gäller det att kapitalisera på de möjligheter som finns på marknaden, och samtidigt undvika fallgroparna.

Som investerare gäller det nu därför att klara balansgången mellan att kapitalisera på de möjligheter som finns på marknaden, och samtidigt undvika fallgroparna. Vi tar en närmare titt på vad det innebär i vår marknadsrapport inför det tredje kvartalet – men först en kort sammanfattning av vad som hänt de senaste månaderna.

Vinnarna hittills i år

USA, Storbritannien och Israel är de länder som varit snabbast med att vaccinera sina befolkningar, men även EU har fått upp tempot den senaste tiden och smittspridningen har minskat. Mildare restriktioner leder till ökad ekonomisk aktivitet i alltför branscher, och vi har sett lyft för såväl sentimentindikatorer som exempelvis inköpschefsindex, som för konsumtion, investeringar och sysselsättning.

Även börsen har gynnats av att ekonomin öppnats upp, och globala aktier har hittills i år gett en avkastning på 10-11 procent mätt i lokal valuta.

En titt under ytan på breda börsindex visar dock att det är stora skillnader mellan olika sektorer. ►►



Av Maria Landeborn
Senior strateg

Förväntad avkastning på globala aktier de kommande 12 månaderna i euro:

-1-4%



Liten övervikt i aktier



Liten undervikt i obligationer

Europeiska aktier har utvecklats starkt i år, drivet av bland annat en god utveckling i Tyskland. Vi ser även fortsättningsvis högre potential i Europa än på andra aktiemarknader.

Cykliska sektorer som energi, finans och material har gynnats mest av återhämtningen och har därmed gått allra starkast, medan defensiva sektorer halkat efter i uppgången. Även teknikbolagen har haft en svagare start på året, och en vinnande strategi har varit att undvika högt värderade tillväxtaktier till förmån för lägre värderade cykliska bolag.

Trots högt ställda förväntningar har bolagsvinsterna under inledningen av året överraskat på uppsidan. Såväl i USA som i Europa var den faktiska vinsttillväxten under det första kvartalet dubbelt så hög som förväntat. Därmed har vi inte heller sett någon anledning att minska andelen aktier i våra strategier. Nu räknar vi dock med att större delen av de positiva effekter som följer med färre restriktioner redan har prisats in av marknaden. Ett tecken på det är att de starka rapporterna inte fick börsen att lyfta ytterligare, utan den utvecklades slagigt och i sidled.

Den stora frågan är därför – har börsen fortfarande mer att ge?

En knivig situation väntar

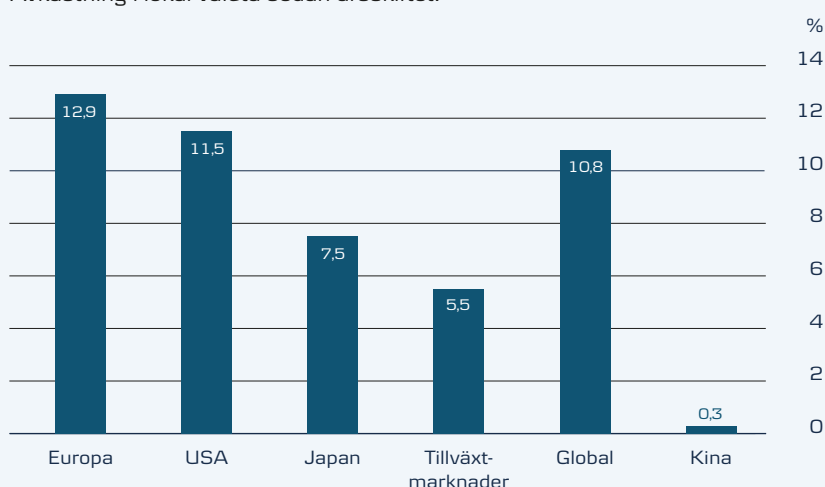
Tillväxten i ekonomin är normalt sett en viktig drivkraft för börsen. Aktier och andra risktillgångar utvecklas oftast väl under perioder då tillväxten ökar – och det gör situationen mer svårbedömd framöver.

Å ena sidan är det fortfarande långt kvar innan världsekonomin har återhämtat sig helt efter krisen. USA är ett bra exempel. Även om landet ligger långt fram i processen med att vaccinera befolkningen, så är sysselsättningen fortfarande långt lägre än den var före krisen. Det indikerar att det fortfarande finns betydande potential för högre tillväxt när ekonomin öppnar upp, fler får jobb och vi återgår till en mer normal vardag.

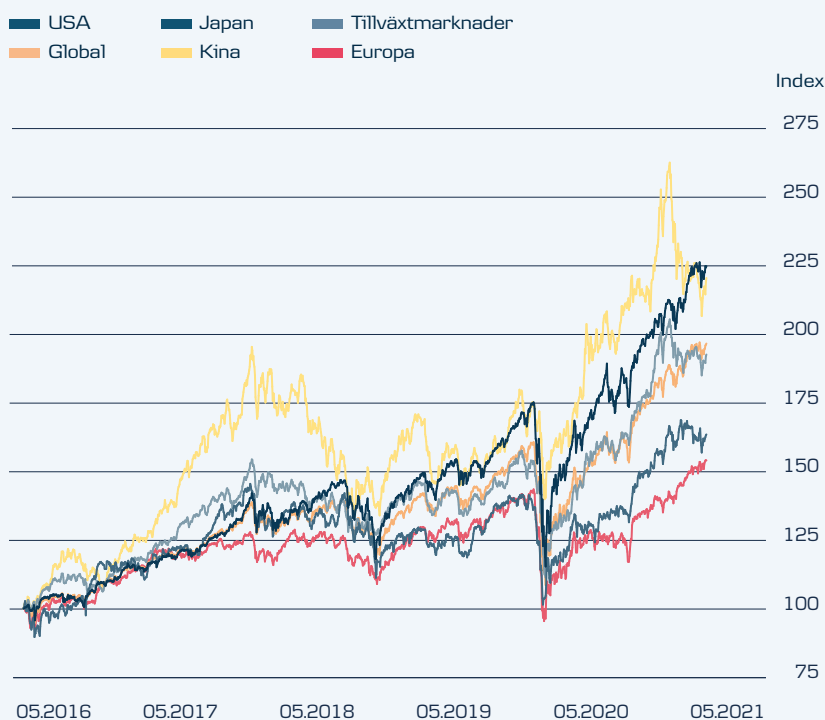
Å andra sidan är aktiemarknaden framåtblickande och prissätter inte det som händer, utan det som väntas hända längre fram. Finns det indikationer på att tillväxten kommer att tappa fart, ►►

Avkastningen på aktier hittills i år

Avkastning i lokal valuta sedan årsskiftet.



Fem års ackumulerad avkastning



Källa: Macrobond, MSCI-index. Totalavkastning i lokal valuta per den 26.05.2021. Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning



Stödpaket från centralbanker och politiker har varit väsentliga för att stödja ekonomin under coronakrisen. I USA har Joe Biden skjutit till ett stödpaket på 1 900 miljarder dollar, vilket gjort att tillväxten ökat kraftigt och att sentimentet stärkts.

så kan det vara negativt för utsikterna och därmed för börsen.

En fin balansgång

Det är precis detta som gör framtiden så svår att bedöma. Samtidigt som tillväxten i världen just nu accelererar i högt tempo, så kan vi inom kort befinna oss i en situation där tillväxttakten toppar och istället blir lägre. I USA finns det tecken på att vi redan nått den punkten. Historiskt har det ofta inneburit att börsen utvecklas i sidled och att kursrörelserna ökar under en period.

En annan pusselbit i ekvationen är

de höga värderingarna av aktier sett till p/e-tal, det vill säga det pris marknaden är villig att betala för varje vinstkrona i bolagen. Höga värderingar reser också frågan hur mycket mer börsen kan stiga.

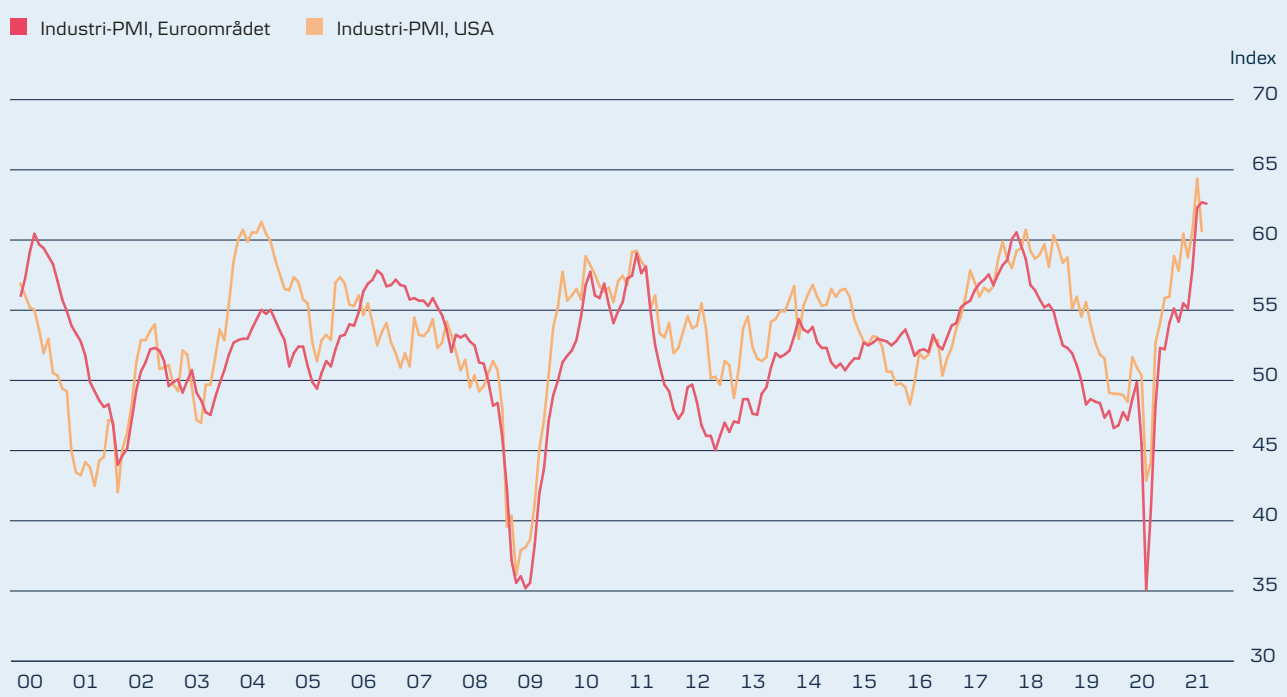
Sammantaget innebär detta att vi kan stå inför en period med ökad volatilitet på börsen. Som investerare bör man vara beredd på att det blir en fin balansgång mellan att rida på det positiva som följer med att ekonomin öppnas upp, och att samtidigt vara beredd på att toppen förmodligen är nära.

En liten överbikt i aktier

Vår bedömning är att globala aktier kommer att ge en avkastning på -1 till +4 procent på tolv månaders sikt. Det är en förhållandevis blygsam avkastning, men potentialen är ännu lägre på obligationsmarknaden. Vi anser därför att det fortfarande är motiverat att ha en liten överbikt i aktier jämfört med obligationer. Förhållandet mellan risk och avkastning ser dock mindre attraktivt ut nu än i början av året, och vi ser därför ingen anledning att öka risken ytterligare i portföljerna för tillfället. ▶▶

Inköpschefsindex speglar en ekonomisk boom

Den senaste tiden har inköpschefsindex (PMI) för industrin nått mycket höga nivåer i både Europa och USA. Värden över 50 signalerar ökad tillväxt, och de senaste siffrorna som ligger runt 60 tecknar en bild av en ekonomisk boom när land efter land nu öppnar upp igen. I USA föll PMI tillbaka i maj, men ligger fortsatt på en mycket hög nivå. Accelerationen i tillväxten kan inte fortsätta i all evighet, och vi närmar oss en punkt där tillväxten kommer att slå av på takten.



Källa: Macrobond. Macrobond. USA, ISM-index för tillverkningsindustrin. Euroområdet, IHS Markit, industri-PMI.

I takt med att världsekonomin öppnat upp har efterfrågan ökat kraftigt, vilket gjort att priserna på råvaror som olja och industrimetaller skjutit i höjden. På börsen har det bidragit till ett lyft för den hårt drabbade energisektorn.

CRUDE OIL

Vi håller samtidigt ett vakande öga på utvecklingen för räntor och inflation som redan har utlöst en del oro på marknaden, och som sannolikt kommer göra det igen. Kraftigt stigande efterfrågan i kombination med brist på råvaror och komponenter som halvledare har lett till prisökningar, och obalansen mellan efterfrågan och utbud lär bestå en tid framöver. Redan under februari och mars steg långräntorna rejält, särskilt i USA, till följd av att marknaden började spekulera i när centralbankerna kommer att börja

strama åt till följd av starkare tillväxt och stigande inflationsförväntningar.

Inflationsoron har dämpats

Upprepade försäkringar från framför allt den amerikanska centralbanken, Fed, har i viss mån övertygat marknaden om att ingen åtstramning är aktuell i närtid och att den stigande inflationen är tillfällig. Vi delar den uppfattningen och bedömer att prisökningarna just nu till stor del beror på obalanser som så småningom kommer att rättas till. Företagen kommer att producera och

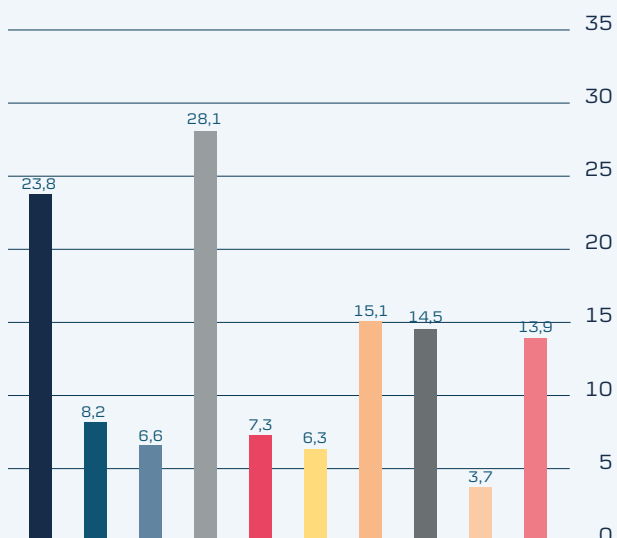


Vårt huvudscenario är att den stigande inflationen är tillfällig, och därmed kan penningpolitiken förbli stöttande för aktier och andra risktillgångar den närmaste tiden.

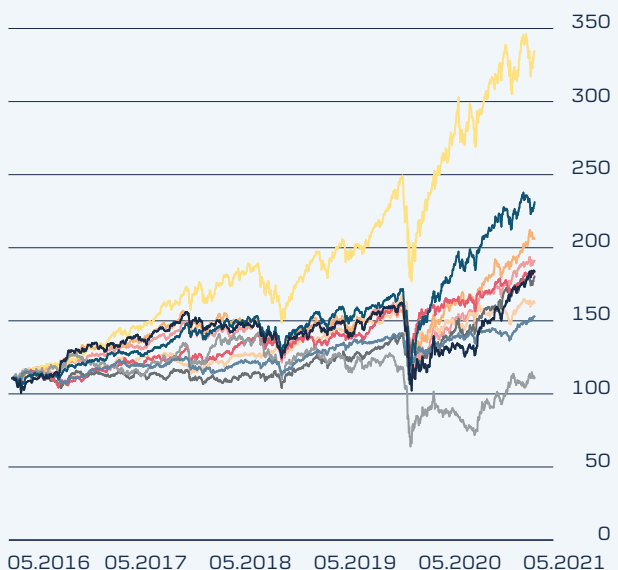
Sektorerna på börsen med högst och lägst avkastning

Energi och finans är de sektorer som utvecklats bäst i år, följt av material, kommunikationstjänster och industri. Lägst avkastning har dagligvaror, IT och kraftförsörjning gett.

Avkastning per sektor hittills i år



Fem års ackumulerad avkastning



- Finans
- Sällanköpsvaror
- Dagligvaror
- Kommunikation
- Energi
- Hälsovård
- Industri
- IT
- Material
- Kraftförsörjning

Källa: Macrobond, globala MSCI-index, totalavkastning i lokal valuta. Datum: 26.05.2021
Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning.



Ett hett tema just nu är huruvida den stigande inflationen är tillfällig eller permanent. Bland annat har priset på begagnade bilar i USA stigit markant som en effekt av att den amerikanska ekonomin öppnat upp efter krisen.

investera ikapp, och det uppdämda konsumtionsbehovet efter krisen håller inte i sig i all evighet.

Spekulationer om framtiden hör till det normala på börsen, och oron för inflation och stigande räntor är inte helt borta. Det är fullt rimligt att vänta sig att vi kommer att få fler perioder då nervositeten och volatiliteten ökar på marknaden under de närmaste månaderna. Vårt huvudscenario är dock att den stigande inflationen är tillfällig, och därmed kan penningpolitiken förbli

stöttande för aktier och mer riskfyllda obligationer den närmaste tiden.

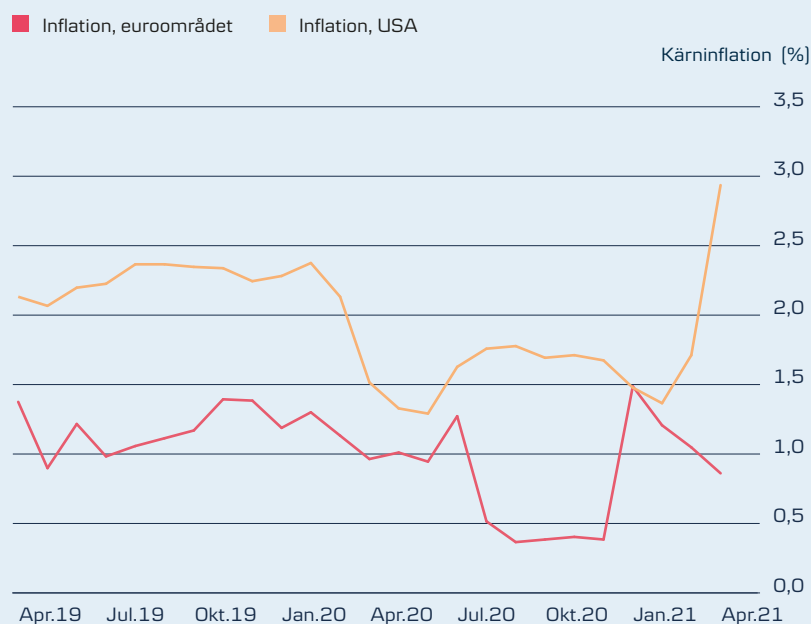
På lite längre sikt råder det dock ingen tvekan om att penningpolitik kommer att bli ett mer reellt tema på börsen. Även om accelerationen i tillväxten snart når toppen så förväntar vi oss att tillväxten förblir solid, och det kommer förr eller senare leda till ett ökat fokus på när centralbankerna börjar strama åt penningpolitiken. Av tidigare erfarenhet vet vi att det kan leda till ökad börsoro, men än så länge



Trots lägre förväntningar på avkastning än i början av året, ser vi fortfarande aktier som det något bättre alternativet i portföljen i förhållande till obligationer.

Stigande inflation har utlöst stora kursrörelser på marknaden

Den senaste tidens stigande inflation i USA har utlöst stora rörelser på de finansiella marknaderna, och det finns en kvardröjande oro för en negativ spiral av stigande inflation och högre räntor. Vi förväntar oss, i likhet med den amerikanska centralbanken, att prisökningarna är tillfälliga och beror på en obalans mellan en hög efterfrågan och ett lågt utbud. Grafen visar kärninflationen i USA och euroområdet, det vill säga prisutvecklingen exklusive livsmedel och energi som normalt sett är mycket volatila.



anser vi att det är för tidigt att fokusera på det.

Glöm inte stötdämparen

Vårt samlade budskap är detta: Trots att den förväntade avkastningen på börsen framöver är lägre än tidigare, ser vi fortfarande aktier som mer attraktiva än obligationer. Vi behåller därför en liten övervikt i aktier i våra strategier.

Räntorna har stigit något under året, men de är fortfarande under låga nivåer. När det gäller mer riskfyllda räntebärande papper som företagsobligationer och tillväxtmarknadsobligationer, är spreadarna (ränteskillnaden gentemot statsobligationer) för tillfället låga. Vi väntar oss dessutom stigande räntor under året, vilket är detsamma som sjunkande priser på obligationer.

Trots låga räntor är det viktigt att inte underskatta betydelsen av att ha obligationer som en del av den långsiktiga portföljen. Det stabiliserar avkastningen under oroliga tider, och fungerar som en stötdämpare om börsen oväntat skulle falla. Även om vi förväntar oss att världsekonomin växer vidare och att det i grund och botten är gynnsamt för börsen, så kommer vi med största säkerhet att få se bakslag längs vägen.



Regional allokering: Här ser vi högst avkastningspotential



NEUTRAL VIKT I USA:

Tillväxttakten i USA är nära toppen

USAs ekonomi har till stor del öppnat upp, och tillväxten i ekonomin har accelererat kraftigt. Nu pekar dock sentimentindikatorer som inköpschefsindex på att tillväxttakten kan ha nått toppen. Det finns fortfarande gott om ledig kapacitet i delar av ekonomin, och sysselsättningen är betydligt lägre än före pandemin. Det innebär att även om tillväxttakten blir lägre framöver, så väntas ändå ekonomin fortsätta att växa i ett stabilt tempo. Teknikbolag väger tungt på den amerikanska börsen, och de har utvecklats svagare de senaste månaderna till följd av stigande räntor och att investerarna lagt mer fokus på cykliska aktier under återhämtningen. Vi har dock fortfarande en övervikt i IT-sektorn, där vi ser en god potential på 6-12 månader sikt.

I det korta perspektivet ser vi en högre avkastningspotential i Europa än i USA. Europa ligger efter USA när det gäller vaccinationer och att öppna upp ekonomin, vilket betyder att det finns en catch up-potential i regionen. Andelen cykliska bolag som gynnas av återhämtningen i ekonomin är dessutom betydligt högre på de europeiska börserna. Men, när tillväxten så småningom toppar kan marknadens fokus åter komma att riktas mot bolag med strukturell snarare än konjunkturell tillväxt. Fokus kan också öka på kvalitetsbolag, som ofta utvecklas bättre när osäkerheten är förhöjd. Kvalitetsbolag kännetecknas av låg skuldsättning och starka kassaflöden och de finns i alla sektorer, men särskilt i den traditionella IT-sektorn. På den amerikanska börsen finns en hög andel IT-aktier och stabila kvalitetsbolag, och vi behåller en neutral vikt i amerikanska aktier.



ÖVERVIKT I EUROPA:

Lågt värderat med catch up-potential

Europa har varit långsammare än USA när det gäller utrullningen av vaccin. Smittspridningen under vintern har varit mer omfattande i regionen, och det har dröjt längre än väntat innan ekonomin har kunnat börja öppnas upp igen. Den senaste tiden har dock vaccinationstempot ökat, och Europa håller äntligen på att komma ikapp USA. De europeiska börserna har gått bra den senaste tiden på förhoppningar om att krisen snart ska vara över, och kapital har flödat in i cykliska sektorer som industri och finans. Vi bedömer att en fortsatt återhämtning i ekonomin förblir positiv för europeiska aktier.

Även vid den tidpunkt då tillväxten når toppen finns det argument för att ha en övervikt i Europa. I takt med att återhämt-

ningen fortsätter räknar vi nämligen med att räntorna stiger något ytterligare, vilket är positivt för banker som väger tungt på de europeiska börserna. Europeiska aktier är dessutom lägre värderade än amerikanska. Till stor del kan det förklaras av att andelen kvalitets- och tillväxtbolag är högre i USA, men låga värderingar kan ändå locka kapitalinflöden. Vi behåller en övervikt i europeiska aktier.



NEUTRAL VIKT PÅ TILLVÄXTMARKNADER:

Långsamma vaccinationer och lägre tillväxt i Kina ger motvind

Sedan årsskiftet har tillväxtmarknaderna utvecklats svagare än andra regioner. En del av förklaringen är att Kina, där återhämtningen skedde redan under förra året, har trappat ner på stimulanserna bland annat genom minskad kreditgivning. Eftersom tillväxttakten i Kina redan har toppat och vaccinationsprocessen i många andra tillväxtländer går långsammare än på utvecklade marknader, så har även tillväxten i tillväxtekonomierna och börsutvecklingen varit svagare.

Högre global tillväxt och stark riskapitit är positiva drivkrafter för tillväxtmarknadsaktier. Andra viktiga drivkrafter är utvecklingen för amerikanska räntor och för dollarn, eftersom många länder och företag har skulder i dollar. USA ligger för närvarande längst fram i återhämtningen och Fed kommer förr eller senare att byta fot från gas till broms. Det kan få räntorna att stiga och dollarn att stärkas vilket är negativt för tillväxtmarknadsaktier. På lång sikt ser vi starka drivkrafter för investeringar i tillväxtmarknader, men på kort sikt finns flera faktorer som kan ge motvind. Vi behåller en neutral vikt.



UNDERVIKT I JAPAN:

Fortsatt mycket tuff situation

På den japanska börsen väger värdeaktier tungt, och exportberoendet är stort. Ökade investeringar globalt under året kan därför vara positivt för japanska bolag. Samtidigt är situationen i Japan fortfarande mycket tuff. Tillväxten i den inhemska ekonomin är låg, utrullningen av vaccin går långsamt och landet har drabbats av en fjärde våg av smittspridning. Premiärminister Suga har fått hård kritik för hanteringen av krisen, vilket kan göra det svårare att driva igenom politiska beslut. Den senaste tiden har den japanska börsen utvecklats svagare och vi ser en risk att det fortsätter. Vi behåller en undervikt i Japan.

Det gäller att ha rätt balans mellan aktier och obligationer i portföljen. Trots en låg förväntad avkastning fungerar obligationer som en stötdämpare i oroliga tider. Vi har för närvarande en övervikt i företagsobligationer, och en undervikt i statsobligationer.



Obligationer: Här ser vi högst avkastningspotential

↗ ÖVERVIKT I INVESTMENT GRADE-OBLIGATIONER:

En bra kompromiss mellan trygghet och avkastning
Investment grade (IG) är företagsobligationer med en hög kreditkvalitet. Kreditspreaden på investment grade, det vill säga ränteskillnaden gentemot säkrare statsobligationer, är låg på grund av den höga kreditvärdigheten. Samtidigt gör just kreditvärdigheten att IG är ett tryggare val än högriskobligationer som tillväxtmarknadsobligationer och high yield. Vi ser investment grade som en bra medelväg mellan relativ säkerhet och en något högre löpande avkastning än statsobligationer kan erbjuda. Vi har därför en övervikt i IG.

→ NEUTRAL VIKT I TILLVÄXTMARKNADSOBLIGATIONER:

Starkare dollar och högre räntor i USA är en motvind
Normalt sett utvecklas tillväxtmarknadsobligationer (EMD) bra under perioder med stark riskapitet och god ekonomisk tillväxt. Många tillväxtmarknadsländer har dock problem med utrullningen av vacciner som gått betydligt långsammare än på utvecklade marknader, vilket tynger tillväxten. Samtidigt kommer en fortsatt återhämtning i omvärlden att leda till ökad spekulation om stramare penningpolitik från den amerikanska centralbanken, Fed, vilket kan leda till stigande marknadsräntor och en starkare dollar. Det har historiskt varit en dålig kombination för tillväxtmarknadsobligationer. Detta beror på att många tillväxtmarknadsländer har skulder i dollar och att det blir dyrare att betala tillbaka lånen när dollarn ökar i värde. Slutligen gör högre amerikanska räntor att amerikanska statsobligationer blir mer attraktiva att äga, och det kan i sin tur minska intresset för att investera i högriskobligationer som EMD. Vi behåller en neutral vikt i tillväxtmarknadsobligationer.

↗ ÖVERVIKT I HIGH YIELD-OBLIGATIONER:

En fortsatt återhämtning är gynnsam
High Yield (HY) är företagsobligationer med låg kreditvärdighet. HY brukar gynnas av hög ekonomisk tillväxt vilket vi har i världen just nu. Även efter att tillväxten har toppat så är en fortsatt återhämtning, även om den sker i ett långsammare tempo, stöttande för high yield.

En positiv aspekt är att kreditkvaliteten för HY inte har försämrats under coronapandemin. Det beror på att en del investment grade-obligationer har blivit nedgraderade och nu ligger i det segment som har högst kreditkvalitet inom high yield istället. Kreditspreadarna är låga, men med hänsyn till den förbättrade kreditkvaliteten ser vi inte det som något större problem. I en miljö med stigande räntor som vi väntar oss under året, så klarar sig HY ofta bra eftersom durationen (löptiden) på high yield är kortare än i andra tillgångsslag. Det innebär att priskänsligheten vid stigande räntor är förhållandevis låg.

De största riskerna för high yield är ökad volatilitet på de finansiella marknaderna, negativa överraskningar när det gäller tillväxten, nya coronamutationer och rädsla för penningpolitiska åtstramningar - men detta gäller även för andra risktillgångar. Sammantaget bedömer vi att de positiva aspekterna av att äga high yield-obligationer överskuggar de negativa, och vi behåller en övervikt.

↘ UNDERVIKT I LOKALA STATSOBLIGATIONER

Låga men stigande räntor tynger avkastningen

De låga räntorna såväl i Sverige som i omvärlden innebär att avkastningspotentialen på statsobligationer är låg. Vi väntar oss dessutom att räntorna stiger något under året i takt med att återhämtningen i ekonomin fortsätter. Det kommer att urholka den redan låga avkastningen ytterligare. Vi behåller därför en undervikt i statsobligationer.



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 andel än vi förväntar oss att ha på lång sikt i våra portföljer, och vid undervikt har vi en lägre andel.

TILLGÅNGSALLOKERING		AKTIEREGIONER	
Aktier	↑ Övervikt	USA	→ Neutral
Obligationer	↓ Undervikt	Europa	↑ Övervikt
		Tillväxtmarknader	→ Neutral
		Japan	↓ Undervikt
		Norden	→ Neutral
RÄNTEBÄRANDE		SEKTORALLOKERING	
Lokala statsobligationer	↓ Undervikt (dubbel)	Sällanköpsvaror	→ Neutral
Investment grade	↑ Övervikt	Energi	→ Neutral
High yield	↑ Övervikt	Finans	↑ Övervikt
Tillväxtmarknadsobligationer	→ Neutral	Kraftförsörjning	↓ Undervikt
		Industri	↑ Övervikt
		IT	↑ Övervikt
		Material	↑ Övervikt
		Dagligvaror	↓ Undervikt (dubbel)
		Hälsovård	↓ Undervikt
		Kommunikation	→ Neutral



Vilka är vi?

Investment Strategy | Danske Bank House View



Frank
Øland
Chefstrateg



Lars Skovgaard
Andersen
Senior strateg



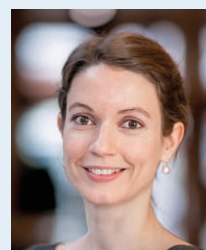
Kaisa
Kivipelto
Senior strateg



Maria
Landeborn
Senior strateg



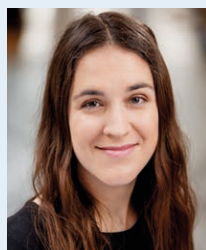
Tuukka
Kempainen
Senior strateg



Sofie Manja
Eger Huus
Senior strateg



Povilas
Stankevičius
Senior strateg



Natalia Kornela
Setlak
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.
