



Mandel Ngan/AFP/Ritzau Scanpix



Danske Bank Asset Management  
Quarterly House View vintern 2019  
INSTITUTIONAL

## *Inga sprakande fyrverkerier 2020, men små framsteg kan räcka långt*

Trots att flera risker kvarstår som kan fortsätta tynga tillväxten i världsekonomin ser vi fortsatt potential i aktier under det kommande året.

Danske Bank

Industriproduktionen har varit en svag punkt i den globala ekonomin under 2019, men vi har sett tecken på en stabilisering de senaste månaderna. Här är Boeing-fabriken i Renton utanför Seattle.



Jason Redmond/AFP/Ritzau Scanpix

## Risker och potential det kommande året

De senaste månaderna har det skett en stabilisering i konjunkturen och dessutom har den geopolitiska risken minskat. Vi ser därför fortsatt potential i aktier. Återhämtningen vilar dock på bräcklig grund och likaväl som det finns faktorer som talar för börserna, så finns det också risker som kan skapa förnyad oro på marknaden.

På bara några få månader har vi gått från ett läge där tillväxten i världsekonomin snabbt mattades av till en stabilisering. Det har bidragit till höstens börsuppgång.

I AUGUSTI VAR STÄMMNINGEN DYSTER: Handelskriget mellan USA och Kina eskalerade, vi såg fler och fler tecken på svaghet i världsekonomin

och risken för ett Brexit utan avtal ökade. I USA inverterade räntekurvan när de långa räntorna sjönk ner lägre än de korta. Det ökade nervositeten på marknaden eftersom det historiskt sett varit en av de bästa indikatorerna på en kommande lågkonjunktur. Investeringarna sökte skydd i obligationer, europeiska räntor noterade nya bottenrekord och världens börser sjönk.

I DAG ÄR OPTIMISMEN BETYDLIGT STÖRRE: Den geopolitiska risken har minskat efter att USA och Kina kommit överens om att försöka nå ett första delhandelsavtal, och i Europa har en hård Brexit för tillfället avstyrts. Under de senaste månaderna har de stora centralbankerna dessutom lättat ytterligare på penningpolitiken, och konjunkturstatistiken visar tecken på en stabilisering. Det har lyft humöret och riskaptiten på marknaden, vilket gjort att både börser och räntor stigit.

Fortsatt övervikt i aktier  
Sammantaget innebär utvecklingen under hösten att vi ser en fortsatt ▶▶



Av Maria Landeborn  
Senior strateg



*Vi befinner oss i den senare delen av en konjunkturcykel som är mer än tio år lång, vilket gör den till den längsta cykeln sedan andra världskriget.*

Förväntad avkastning på globala aktier

**4-8 %**

de närmaste 12 månaderna  
mätt i lokal valuta.



Övervikt i  
aktier



Undervikt i  
obligationer

potential i aktier under det kommande året. Vi behåller därför en mindre övervikt i aktier i våra portföljer och en motsvarande undervikt i obligationer. Vi räknar med en avkastning på 4-8 procent för globala aktier under de kommande 12 månaderna.

Det finns dock ingen anledning att bli alltför optimistisk. Donald Trump har visat sig oberäknelig förut och nya hot, höjda tullar eller tecken på att konjunkturen viker kan räcka för att få börserna på fall. Vår bedömning är dessutom att stabiliseringen i konjunkturen och ett första delhandelsavtal mellan USA och Kina mer eller mindre redan är inprisat av marknaden. Risken finns att ett bakslag i makrostatistik eller handelsförhandlingar kan få kännbara effekter på börskurserna.

Så vad krävs härnäst för att börserna ska fortsätta stiga?

#### Drivkrafter för ytterligare börsuppgång

Vi befinner oss i den senare delen av en konjunkturcykel som är mer än tio år lång, vilket gör den till den längsta cykeln sedan andra världskriget. Toppen på högkonjunkturen ligger dock bakom oss och den senaste tiden har vi sett en global avmattning inom industrin. Inköpschefsindex föll tillbaka under stora delar av 2019 i både Europa, USA och Kina, för att sedan stabiliseras under hösten. Vi har dock svårt att se en ny, blomstrande högkonjunktur framför oss. Snarare handlar det om att världen kommer att växa vidare, men i lägre tempo än tidigare.

Ett intressant år ligger nu framför oss. Om konjunkturindikatorerna fortsätter att peka i riktning mot en stabilisering av tillväxten så att en lågkonjunktur blir mindre sannolik, kan en måttlig tillväxt 2020 räcka för att börserna ska fortsätta uppåt. Dessutom har inte konjunkturavmattningen slagit igenom i hela ekonomin. Tjänstesektorn, som lyckligtvis utgör majoriteten av BNP i både Europa och USA, har visat sig vara motståndskraftig tack vare ►►



*Det finns dock inte anledning att bli alltför optimistisk. Donald Trump har visat sig oberäknelig förut och nya hot, höjda tullar eller tecken på att konjunkturen viker kan räcka för att få börserna på fall.*

#### Aktier är inte längre lågt värderade

Efter årets kursuppgång värderas ett globalt aktieindex högre än 5-årsgenomsnittet sett till det framåtblickande P/E-talet, det vill säga det pris en investerare får betala för den förväntade årsvinsten. Det går alltså inte att argumentera för att aktier är billiga, men den förväntade avkastningen på börserna är fortfarande attraktiv jämfört med den mycket låga avkastningen på obligationer. Den höga värderingen gör dock att börserna är mer sårbara för negativa händelser än normalt. Därför är det ännu viktigare än vanligt att vara selektiv i valet av investeringar, både när det gäller aktier, regioner och sektorer. Dessutom förblir obligationer, den låga avkastningen till trots, nödvändiga för att minska risken i portföljen om något inte går som förväntat.





Christine Lagarde tillträdde som ny chef för Europeiska centralbanken i början av november, och en av de intressantaste frågorna under 2020 är hur det kommer att påverka penningpolitiken i Europa. Kommer hon att stimulera ekonomin ytterligare?

Christoph Soeder/DPA/Ritzau Scanpix

låg arbetslöshet och stigande löner. Vi räknar med att konsumtionen kommer att fortsätta hålla världsekonomin igång tack vare starka arbetsmarknader, låga räntor och därmed låga boendekostnader som ökar utrymmet i konsumenternas plånböcker.

Det finns med andra ord flera faktorer som talar för att världen fortsätter att växa. Vår nuvarande bedömning är att det dröjer åtminstone tolv månader eller längre innan vi får se en ny avmattning i tillväxten. Fortsatt konsumtion och tillväxt skapar också förutsättningar för stigande bolagsvinster, vilket sett över längre tid är det som driver börsen.

#### Men det finns också risker

Även om vi ser fortsatt uppsida på aktiemarknaden finns det goda skäl att iakttäta viss försiktighet och inte ha för hög risk i portföljen. Det finns

nämigen ett antal faktorer som kan dämpa optimismen på marknaden det kommande året.

VI HAR BLIVIT LURADE FÖRUT: Tillverkningsindustrin är för tillfället den svagaste länken i världsekonomin. Industriproduktionen påverkas negativt av handelskriget eftersom det ökar osäkerheten och gör att företagen väntar med investeringar. Inköpschefsindex (PMI) för tillverkningsindustrin har dock visat tecken på en stabilisering den senaste tiden, även om det är på fortsatt recessionsnivå för europeisk del. Vi har dock blivit lurade förut, exempelvis i början av 2019 då indikatorerna stabiliserades för att sedan åter försvagas. Risken finns att om industrin fortsätter vara svag, kommer det förr eller senare att spilla över på konsumenterna och tjänstesektorn.



*Det finns med andra ord flera faktorer som talar för att världen fortsätter att växa. Vår nuvarande bedömning är att det dröjer åtminstone tolv månader eller längre innan vi får se en ny avmattning i konjunkturen.*



### 3 aktuella nyckeltal



**68,1%**

Så stor andel utgjorde privatkonsumtionen av USAs BNP under tredje kvartalet 2019 (källa: fred.stlouisfed.org). Den amerikanska ekonomin drivs av konsumtion, och historiskt har konsumtionen bidragit mer till tillväxten än exempelvis företagens investeringar. Låg arbetslöshet och stigande löner utgör därmed en solid grund för fortsatt tillväxt i USA.



**2%**

Det är inflationsmålet som centralbankerna i euroområdet (ECB) och USA (Fed) har, men på båda sidor av Atlanten har centralbankerna problem med att nå målet. Det bidrar till att vi räknar med en fortsatt expansiv penningpolitik under 2020. Att ekonomin är sårbar och den geopolitiska osäkerheten stor bidrar också till att centralbankerna kommer att vara försiktiga med åtstramningar framöver.



**9,8%**

Så mycket räknar analytikerna i genomsnitt med att företagens vinster kommer att öka globalt under 2020 (källa: Reuters IBES per 2019/11/14). Jämfört med vinsttillväxten på 0,5 procent under 2019 är det en väldigt hög siffra som mycket väl kan komma att visa sig alltför optimistisk. Under den senare delen av en högkonjunktur kan vinsterna pressas av stigande löner vilket blir ytterligare en bromskloss för tillväxten. Omsättningen väntas växa med 4,5 procent i genomsnitt.



*Skulle handelssamtalen bryta samman är det förstas negativt. Risken finns också att ett eventuellt avtal inte är tillräckligt omfattande för att marknaden ska bli nöjd.*

Vi behöver därför se en fortsatt stabilisering inom industrin – eller åtminstone ingen ytterligare försämring.

**MINDRE TORRT KRUT PÅ LAGER:** 2019 har präglats av handelskrig och geopolitisk osäkerhet. Även om det har dämpat tillväxten, så har det än så länge inte lett till någon lågkonjunktur och börsen har klättrat till nya rekordnivåer. En bidragande faktor är de nya penningpolitiska lättnaderna från både den amerikanska och europeiska centralbanken, som mildrat de negativa effekterna och gett

stöd åt aktiemarknaden. Vår bedömning är att världsekonomin fortsatt är sårbar under 2020 samtidigt som centralbankerna har mindre torrt krut i den penningpolitiska bössan. Därmed blir det svårare att hantera negativa händelser, som till exempel om rädslan för en lågkonjunktur blossar upp igen.

**Handelskriget kan eskalera igen**  
**HANDELSKRIGET LEVER FORTFARANDE:** En tredje riskfaktor som inte går att bortse ifrån är handelskriget mellan USA och Kina. Det faktum att USA och Kina har



## Risken för en lågkonjunktur har minskat

Federal Reserve Bank of New York (en filial till den amerikanska centralbanken) bedömer löpande risken för en lågkonjunktur i USA de kommande 12 månaderna. Det gör man genom att jämföra skillnaden mellan de korta (3 månader) och de långa amerikanska räntorna (10 år). Historiskt sett har ett av de bästa sätten att förutse en lågkonjunktur varit att studera skillnaden mellan korta och långa räntor.

Den senaste tiden har risken minskat men den är fortfarande på en förhöjd nivå. Om tillväxten fortsätter visa tecken på att stabiliseras kan det bidra till en ännu lägre risk för lågkonjunktur och ge stöd åt börsen.



återupptagit förhandlingarna och enats om att försöka nå ett första delhandelsavtal har redan fått börsen att stiga, men än så länge finns inget avtal nedskrivet och signalerna kring hur förhandlingarna går har varit blandade. Skulle handelssamtalen bryta samman är det förstås negativt. Risken finns också att ett eventuellt avtal inte är tillräckligt omfattande för att marknaden ska bli nöjd. I så fall kan investerarna ha tagit ut segern i förskott.

Ett första delhandelsavtal är dessutom bara ett första steg på vägen mot ett mer omfattande handelsavtal. Många av de mer komplicerade frågorna, bland annat



*Möjligen har motivationen att komma överens ökat hos både USA och Kina den senaste tiden. Båda länderna har drabbats negativt av handelskriget och Donald Trump behöver se till att väljarna är nöjda inför presidentvalet hösten 2020.*

inom teknologiområdet, återstår att lösa. Möjligen har motivationen att komma överens ökat hos både USA och Kina den senaste tiden. Båda länderna har drabbats negativt av handelskriget och Donald Trump behöver se till att

väljarna är nöjda inför presidentvalet hösten 2020, då han avser att bli omvald. Hans chanser att lyckas ökar om den amerikanska ekonomin växer och börsen stiger, eller åtminstone är stabil.

#### **Fortsatt fördel aktier**

Slutsatsen blir att även om läget ser

lite ljusare ut än för några månader sedan, så saknas det inte orosmoln när vi går in i 2020. Vi behåller en liten övervikt i aktier eftersom vi fortfarande ser en högre potential på börsen än obligationsmarknaden. Det gäller dock att vara beredd på att det kan komma att svänga på marknaden, och vi kan knappast räkna med samma höga avkastning på börsen nästa år som

### 3 avgörande faktorer under 2020



#### **Amerikansk politik:**

Hur utvecklas den potentiella riksriktprocessen mot Donald Trump, och blir han omvald till USAs president i fyra år till? Valkampanjen kommer att vara ett stort tema, men investerarna kommer också vara intresserade av vem som blir demokraternas motkandidat i presidentvalet, och vad han eller hon står för politiskt och ekonomiskt. Ur ett politiskt perspektiv blir nästa år extra intressant.



#### **Tecken på lågkonjunktur:**

Under 2020 kommer finansmarknaderna också vara känsliga för tecken på att högkonjunktoren är på väg att ta slut. Framåtblickande indikatorer som inköpschefsindex kommer därför att få mycket uppmärksamhet och om ny tillväxtoro uppstår, kan det leda till nya svängningar och nedgångar för både aktier och räntor.



#### **Handelspolitiken:**

Hur utvecklas handelskriget mellan USA och Kina, och hur kommer handelspolitiken se ut mellan USA och Europa? Handelskriget har varit den enskilt viktigaste faktorn bakom den globala konjunkturavmattningen, och hur det utvecklas framöver blir fortsatt avgörande för tillväxten.

*Utvecklingen i Brexit-dramat kommer också att röna uppmärksamhet, men det har huvudsakligen betydelse för europeisk del.*

---

**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.

---