



Danske Bank Asset Management
Quarterly House View Q2 2019
INSTITUTIONAL

Börsen belönar de modiga

Trots att det finns ett antal osäkerhetsmoment på agendan så förblir aktier det mest attraktiva tillgångsslaget i år.



Den kinesiska ekonomin har drabbats av en oväntat kraftig nedgång i tillväxten, men vi räknar med att de stora ekonomiska stimulanserna som satts in kommer att vända utvecklingen - bland annat genom investeringar i infrastruktur, ökad utlåning och skattesänkningar. Här ser vi produktionen av det kinesiska höghastighetståget som har fått smeknamnet "bullet train".

Finns det mer bränsle i börstanken?

Efter en stark start på 2019 har världens börser återhämtat majoriteten av nedgången i slutet av förra året. Efter en så snabb reky är frågan om bränslet börjar ta slut, och endast ångor återstår? Här går vi igenom var vi ser att det fortfarande finns mer att hämta på marknaden.

"Buy the dip" är ett klassiskt talesätt som betyder att man ska utnyttja nedgångar på börser till att köpa mer aktier. Att köpa när det faller brant kan kännas läskigt, men under de senaste åren har det visat sig vara en lönsam strategi. Efter de stora börsnedgångarna under slutet av 2018 har vi redan nu, två månader in på det nya året, hämtat in större delen av tappet.



När bolagen presenterade rapporterna för tredje kvartalet 2018 såg vi att aktier i en rad stora börsbolag backade trots att resultaten i många fall överträffade analytikernas förväntningar.

Efter uppgången är vi i ett läge där det är "no more dip left to buy". Om börser ska stiga ytterligare krävs ny näring. Vi räknar dock med att den makroekonomiska och politiska utvecklingen i år kommer att ge stöd åt aktier, och att det fortfarande finns mer att hämta.

Varför vände börserna upp så snabbt?

Januari 2019 blev den bästa januari-månaden för amerikanska S&P 500 sedan januari 1987, och det skedde dessutom direkt efter den värsta decembermånaden sedan 1931. Det visar hur snabbt sentiment och marknadsriktning kan skifta. Att domedagsstämningen så snabbt övergick i optimism beror på tre viktiga faktorer:

- Den amerikanska centralbanken Fed stängde av den berömda autopiloten och lyckades övertyga marknaden om att de inte okritiskt kommer att höja räntan framöver. Marknaden var rädd att Fed skulle kväva konjunkturen med för många och för snabba räntehöjningar, men i december betonade centralbanken att man följer den ekonomiska och finansiella utvecklingen noggrant ▶▶



Av Anders Svennesen, CIO på Danske Bank Asset Management.

Förväntad avkastning på globala aktier

5-7 %

de närmaste 12 månaderna mätt i lokal valuta.



Övervikt i aktier



Undervikt i obligationer

och agerar därefter. Det lugnade marknaden.

- Samtidigt har det löpande rapporterats om allt större framsteg i handelssamtalen mellan USA och Kina. Handelskriget mellan de två länderna var det största orosmomentet under förra året.
- I slutet av 2018 började de branta kursfallen se ut som en överreaktion. Utsikterna för ekonomisk tillväxt såg goda ut samtidigt som värderingen av aktier hade kommit ner på attraktiva nivåer.

Vad kan lyfta börsen högre?

Vi anser att börsuppgången under 2019 är välmotiverad, men å andra sidan har vi nu nått nivåer där aktier inte längre är krisvärderade som de var i slutet av förra året. Så vad ska man vänta sig nu?

För att motivera fortsatt uppgång behövs mer bränsle, men vi räknar med

att samma faktorer som ligger bakom årets uppgång kommer fortsätta vara gynnsamma för riskapital och aktier ett tag till.

Konkret handlar det om följande faktorer:

- Vi räknar med fortsatt god ekonomisk tillväxt och ser inte att en lågkonjunktur ligger i korten i år.
- Vi räknar med att USA och Kina kommer att ingå ett avtal som sätter stopp för handelskriget.
- Vi ser en låg sannolikhet för en hård Brexit, där ett avtal saknas om framtida villkor för handeln mellan Storbritannien och EU.
- Även om vi räknar med att centralbankerna fortsätter trappa ner stimulanserna i år, så tror vi att de kommer att gå försiktigt fram både i USA och Europa för att inte riskera att kväva konjunkturen.
- I Kina har tillväxten utvecklats

svagare än väntat, men regeringen har vidtagit en rad åtgärder för att stimulera ekonomin vilket väntas börja synas under andra kvartalet. I Europa räknar vi med en något mer expansiv finanspolitik för att stabilisera ekonomin.

- Sist men inte minst, är förväntningarna på vinsttillväxten inte lika höga som under förra året vilket gör det lättare för bolagen att överraska positivt.

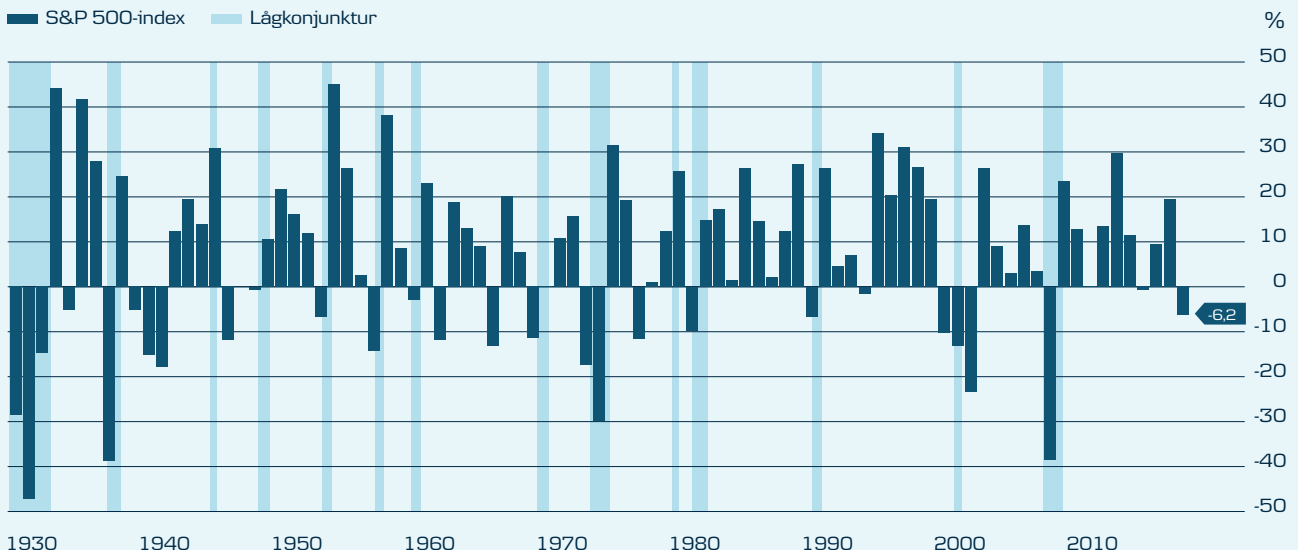
Eftersom vi förväntar oss en stabil ekonomisk tillväxt även i år, tror vi också att räntorna sakta kommer att röra sig uppåt i takt med att centralbankerna (mycket försiktigt) stramar åt. Vi räknar därför inte med att stats- och bostadsobligationer kommer att bidra positivt till avkastningen under 2019, utan behåller en övervikt i aktier i våra portföljer och motsvarande undervikt i obligationer. ►►

Sällsynt att börsen faller två år i rad

Amerikanska S&P 500-index har historiskt aldrig gett en negativ avkastning två år i rad, om det inte samtidigt också har varit lågkonjunktur. Historisk avkastning är dock ingen garanti för framtida avkastning.

Årlig avkastning i %

■ S&P 500-index ■ Lågkonjunktur





I slutet av 2018 gav den amerikanska centralbankschefen, Jerome Powell, investerarna modet åter när han förmedlade en mer avvaktande inställning till framtida räntehöjningar. Efter höstens börsras var det nödvändigt att tona ner retoriken för att stabilisera marknaden.

Fortsatt osäkerhet – glöm inte krockkudden

Alla prognoser innehåller ett visst mått av osäkerhet, och för tillfället är den möjligen större än vanligt. Därför är det viktigt att ha koll på risken i portföljen och inte glömma bort stötdämparen, det vill säga obligationer, även om den förväntade avkastningen för dessa är låg. Under 2018 års börsras blev det väldigt tydligt vilken funktion de fyllde, för när börsen skakades av konjunkturoro flydde investerarna till säkra räntepapper. Det tryckte ner räntor och pressade upp priset på statsobligationer, vilket blev en effektiv stötdämpare när börsen föll.

Även om vi fortsatt ser högre potential i aktier än i obligationer, så saknas det inte risker. Så länge inget handelsavtal är undertecknat kan förnyad handelsoro blossa upp. För europeisk del finns hotet om en hård Brexit, och risken att Donald Trump väljer att trappa upp handelskonflikten med Europa när Kina böjt sig för amerikanska krav. Dessutom kan penningpolitiken fortsätta skapa osäkerhet globalt, och slutligen kan det dröja innan tillväxten i Europa och Kina stabiliseras.

Kort och gott finns det fortfarande betydande risk för svängningar på börsen. När vi lägger samman pusslet ser vi dock att de positiva bitarna är fler, och nedan går vi djupare in på några av

de faktorer som vi ser kan ge bränsle åt aktier under 2019.

Fortsatt god tillväxt – en grundförutsättning

Ekonomisk tillväxt är normalt en förutsättning för stigande aktiekurser. Sentimentet bland såväl företag som konsumenter i världen har påverkats negativt av handelskrig, osäkerhet kring Brexit, försvagad tillväxt i Kina och utmaningar för den tyska fordonsindustrin. Resultatet har blivit en betydande osäkerhet kring hur det står till med tillväxten i den här sena fasen av konjunkturcykeln och det har smittat av sig på börsen. Konsumenterna i USA och Europa är dock en viktig drivkraft för världsekonomin, och att arbetslösheten sjunker och lönerna stiger möjliggör ökad konsumtion och därmed högre tillväxt. Det som behövs för att konsumenterna ska fortsätta spendera, är att stora orosmoln som handelskriget läggs bakom oss och att framtidstron ökar. Finns det en tro på fortsatt tillväxt och god konjunktur, så banar det i sin tur väg för stigande aktiekurser.

Trumps signatur på ett handelsavtal
Handelskriget har länge varit det största hotet mot både ekonomin och börsen. Det har tyngt sentimentet, försvagat riskapiten och fått aktiekurser

och räntor på fall. Den senaste tiden har det dock gjorts stora framsteg i förhandlingarna, och sannolikt är Donald Trump mer motiverad att hitta en lösning till följd av höstens oro på börsen, svagare tillväxt och inte minst den stundande presidentvalskampanjen. Hittills har



Men om USA inför ytterligare tullar kommer konsumtionsvarorna snart att bli dyrare, vilket inte kommer att vara populärt.

de två ländernas ömsesidiga strafftullar främst berört varor som inte direkt påverkat konsumenterna, och därmed väljarna. Men om USA inför ytterligare tullar kommer konsumtionsvarorna snart bli dyrare och det kommer inte att vara populärt.

Sannolikheten för att vi snart har en överenskommelse mellan USA och Kina har ökat rejält den senaste tiden, men Donald Trump är inte historiens mest förutsägbara president. Så länge det inte finns torkat bläck på ett färdigt handelsavtal kan negativa nyheter om utvecklingen skapa mer marknadsoro. Å andra sidan, om ett avtal undertecknas i närtid vilket för närvarande ser ut att vara mest sannolikt, kan det bana väg för ytterligare börsuppgång även om en del av den positiva effekten redan reflekteras i aktiekurserna.

Få vill ha en hård Brexit

Det är fortfarande osäkert hur Brexit-dramat slutar när Storbritannien ska lämna EU den 29 mars. Skräckscenariot är en hård Brexit utan ramar för framtida handel, vilket i så fall särskilt kommer att drabba brittiska företag. ►►

Förväntad ekonomisk tillväxt 2019

De stora svängningarna på börsen under 2018 berodde bland annat på oro för att vi stod på tröskeln till en lågkonjunktur. Det är dock inte Danske Banks huvudscenario, utan vi förväntar oss en fortsatt god tillväxt under både 2019 och 2020.



Eurozonen

1,5%

(2020: 1,5%)



USA

2,7%

(2020: 2,0%)



Kina

6,2%

(2020: 6,2%)

Trots osäkerheten tror vi fortfarande att det mest sannolika är ett avtal som innebär en ordnad Brexit med rimliga villkor för framtida handel. Det kommer att minska osäkerheten på marknaden och öka företagets tro på framtiden, och då särskilt i Europa. Vårt huvudsce- nario är att man skjuter upp datumet för Brexit för att få mer tid att förhandla. Det näst mest sannolika är en ny folk- omröstning om EU-medlemskapet.

Mitt i kaoset är det viktigt att kom- ma ihåg att varken förespråkare eller motståndare önskar en hård Brexit, och vi väntar oss därför att man hittar en annan lösning. Osäkerheten är dock stor. Brexit kan bli en kurstrigger, men också leda till förnyade nedgångar på börserna.

Expansiv penning- och finanspolitik
Europa gynnas fortsatt av att penning- politiken är extremt expansiv. Den

gradvisa normalisering som Europeiska centralbanken, ECB, väntas genomfö- ra kommer att gå långsamt. Trots det finns det en risk att den skapar oro på marknaden. Inflationstrycket är dock fortfarande lågt och vi räknar med att ECB går varsamt fram. En motverkande kraft om penningpolitiken stramas åt är samtidigt en mer expansiv finanspolitik, inte minst i Tyskland, som kan bidra till att stabilisera europeisk tillväxt.

I Kina har handelskriget tillsammans med en allmän oro för konjunkturen i till- växtregionerna orsakat en oväntat stor avmattning i ekonomin. Den kinesiska regeringen har vidtagit omfattande åtgärder för att hålla tillväxten intakt. Bland annat har man ökat investering- arna i infrastruktur, sänkt skatter och avgifter för företag samt lättat på bankernas reservkrav för att öka utlå- ningen. Vi räknar med att effekten av åtgärderna börjar synas i ekonomiska

indikatorer under andra kvartalet, och vi har redan sett att det bidragit till att lyfta börserna på tillväxtmarknaderna. Tecken på stabilare tillväxt i Kina kan i sin tur bidra till en ökad framtidstro i fö- retag globalt, och det är positivt för den exportberoende europeiska ekonomin.

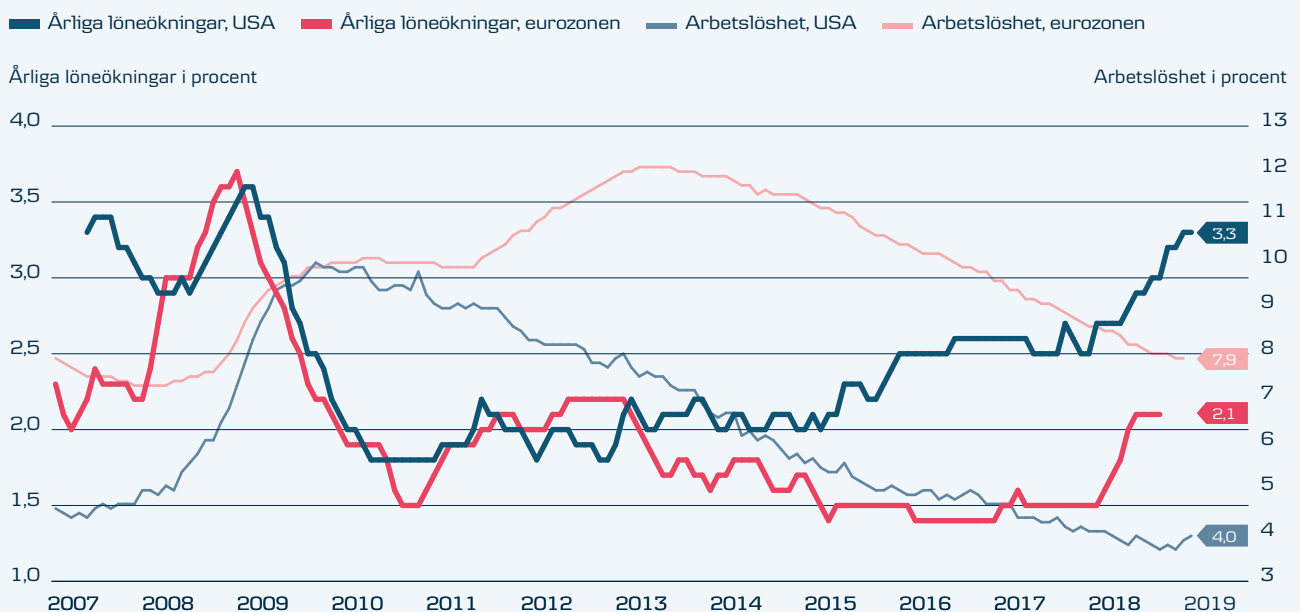
Lättare att slå lågt ställda förväntningar

Sedan årets början har förväntningarna på bolagens vinsttillväxt kontinuerligt reviderats ner, vilket är ett normalt mönster under året. Lägre vinstför- väntningar behöver inte nödvändigtvis vara något negativt menar vi. Med mer rimliga förväntningar på vinsttillväxten finns det mindre risk för stora besvikel- ser, och större möjligheter för positiva överraskningar senare i år.

När bolagen presenterade rappor- terna för tredje kvartalet 2018 såg vi att aktier i en rad stora börsbolag ►►

Starka arbetsmarknader gynnar konsumtion och stöttar tillväxt

Sjunkande arbetslöshet och stigande löner ger stöd åt konsumtionen, som är en viktig del av ekonomin.



backade trots att resultaten i många fall överträffade analytikernas förväntningar. Anledningen var att många bolag tonade ner förväntningarna om framtiden till följd av de många osäkerhetsmoment som fanns att förhålla sig till. Det resulterade i att världens börser sjönk, och att särskilt tillväxtaktier fick en mer rimlig värdering.

Under den senaste rapportssäsongen såg mottagandet helt annorlunda ut. Marknaden var nöjd med rapporter som inte var strålande, utan bara godkända.

Samma rapporter hade under hösten mottagits med kursras. Det innebär att marknadens förväntningar och de faktiska resultaten stämde bättre överens i fjärde kvartalet. Det leder tankarna till ett klassiskt citat från den amerikanska investeraren Warren Buffett: "Låga förväntningar är hemligheten bakom ett lyckligt liv". Även om förväntningarna på årets vinsttillväxt har skruvats ner, så anser vi att de är tillräckligt höga för att aktier ska ha mer att ge.



Vi har nu nått kursnivåer där aktier inte längre är krisvärderade som de var i slutet av förra året.



Aktiemarknaderna där vi ser störst potential



Tillväxtmarknader: Ljusare tider stundar efter mörkt 2018

Tillväxtmarknadsaktier hade det minst sagt tufft under 2018. Handelskriget har slagit hårt mot tillväxtekonomierna, framför allt mot Kina, men landet har sjösatt en rad ekonomiska stimulanser för att ge stöd åt tillväxten. Framstegen i handelssamtalen mellan USA och Kina har också gjort att regionen återigen börjat fånga marknadens uppmärksamhet. Vi räknar med att intresset för regionen kommer att hålla i sig.

Stigande amerikanska räntor och en starkare dollar har också varit en motvind för tillväxtmarknaderna. Det har dock blivit ett mindre problem till följd av att den amerikanska centralbanken, Fed, har tonat ner retoriken om framtida räntehöjningar. Framöver ser det även ut som att vinsttillväxten för bolagen i tillväxtmarknaderna kan bli högre än vinsttillväxten i amerikanska bolag, till följd av att effekterna av Donald Trumps skattereform avtar senare i år.

Tillsammans gör dessa faktorer att vi har en övervikt i tillväxtmarknadsaktier i våra portföljer.



EUROPA: Negativa faktorer har fått för mycket fokus

I Europa har tillväxten nästan stagnerat helt de senaste kvartalen, och europeiska aktier har halkat efter globala aktier. Vi räknar dock med att den ekonomiska statistiken kommer att se bättre ut under de kommande månaderna, bland annat på grund av en mer expansiv finanspolitik. Konsumtionen i Europa gynnas också av att arbetslösheten sjunker och lönerna börjat stiga. Det ger stöd åt europeiska aktier och är en av orsakerna till att vi för närvarande har en övervikt i Europa.

Vi anser också att det idag är för mycket negativt inprisat i europeiska aktier, och att de därför ser attraktiva ut. Såväl Brexit som handelskrig har tyngt både sentimentet och avkastningen. Europa har ett stort exportberoende vilket gjort att många europeiska bolag känt av lägre efterfrågan från Kina, och ett färdigt handelsavtal har potential att ge Europa ett lyft.

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, till exempel risktolerans, placeringshorisont och förmåga att bära förluster.
