



Danske Bank  
Quarterly House View våren 2021

## *En injektion av optimism*

Vaccinationsprocessen fortsätter och ger gradvis stöd åt återhämtningen i världsekonomin. Det ger goda förutsättningar för fortsatt stigande aktiekurser, även om majoriteten av börsuppgången sannolikt ligger bakom oss. Vi kartlägger de mest intressanta investeringsmöjligheterna under 2021.



*Restaurangerna i Milano har öppnat igen. Den europeiska ekonomin har drabbats hårt av nedstängningar och restriktioner under vintern och har mycket att vinna på en återöppning.*

## Glaset är mer än halvfyllt

Efter en lång och mörk vinter med hög smittspridning kommer snart våren. Vi väntar oss en fortsatt optimism på börserna – men det finns givetvis orosmoln också.

De senaste månaderna har börserna ridit på en våg av optimism och hopp om att världsekonomin relativt snabbt ska återhämta sig efter krisen. Marknaden

har sett igenom att nedstängningar och hårda restriktioner dämpat återhämtningen i delar av ekonomin i Europa och USA, och att tillväxten i Kina tappat momentum efter att myndigheterna börjat trappa ned på stimulanserna.

Marknaden har istället valt att blicka framåt och fäst blicken på det som väntas efter krisen. Massvaccinationen börjar ta fart och flera vacciner har godkänts av hälso- och sjukvårdsmyndigheter runt om i världen. Det kommer att dröja tills vi kan säga adjö till restriktioner och nedstängningar och det råder fortfarande osäkerhet om styrkan och takten i återhämtningen, men vi är ändå optimistiska och har en positiv syn på risktillgångar som aktier.

**Gott om anledningar till optimism**  
Det starka sentimentet på marknaden beror inte bara på att vaccinationsprocessen rullar på, utan även andra faktorer bidrar.

Det varmare vädret under våren väntas minska spridningen av coronaviruset i Europa och USA, och vinterns nedstängningar har heller ►►



Av Maria Landeborn  
Senior strateg



*Det kommer att dröja tills vi kan säga adjö till restriktioner och nedstängningar och det råder fortfarande osäkerhet om styrkan och takten i återhämtningen, men vi är ändå optimistiska och har en positiv syn på risktillgångar som aktier.*

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

**3-7%**



Liten övervikt i aktier



Liten undervikt i obligationer





Tillväxtmarknaderna (här Indien) gick starkt under senare delen av 2020 och starten på 2021 har också varit betydligt bättre än för globala aktier.

inte fått samma kraftiga negativa effekt på ekonomin som under våren 2020. Återhämtningen i tillverkningsindustrin har fortsatt i både Europa och USA, och den senaste rapportssäsongen visar tydligt att bolagen varit skickliga på att anpassa sina affärsmodeller och kostnader under krisen. Rapporterna var överlag bättre än väntat vilket ger stöd åt marknaden framåt.

Flera viktiga politiska risker har också minskat den senaste tiden.



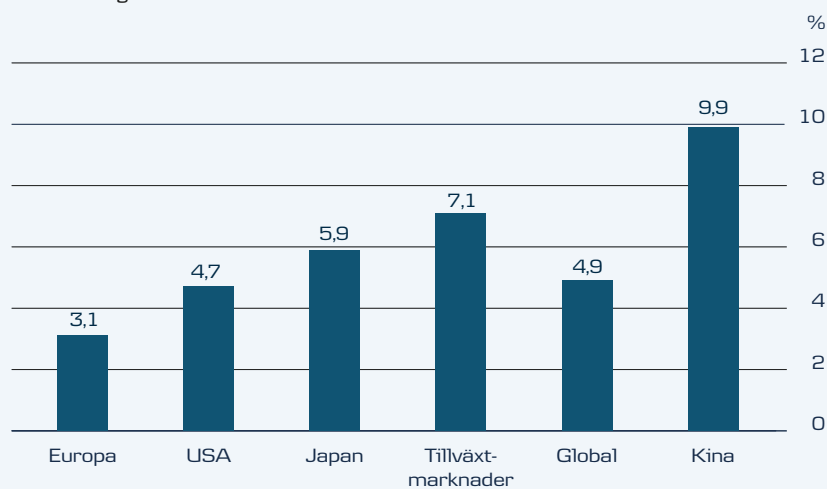
Även om allt går som planerat så kan en stark återhämtning leda till att centralbankerna börjar strama åt penningpolitiken, vilket också kan leda till ökad volatilitet på marknaden.

Vid årsskiftet fick vi till slut en "mjuk" Brexit och i USA har demokraterna fått kontroll över båda kamrarna i kongressen. Det gör att vi väntar oss stora finanspolitiska stimulanser under året som kommer. Samtidigt väntas centralbankerna fortsätta den ackommoderande penningpolitiken med låga räntor och stora obligationsköp, vilket är ännu en stödjande faktor för aktier och mer riskfyllda obligationer.

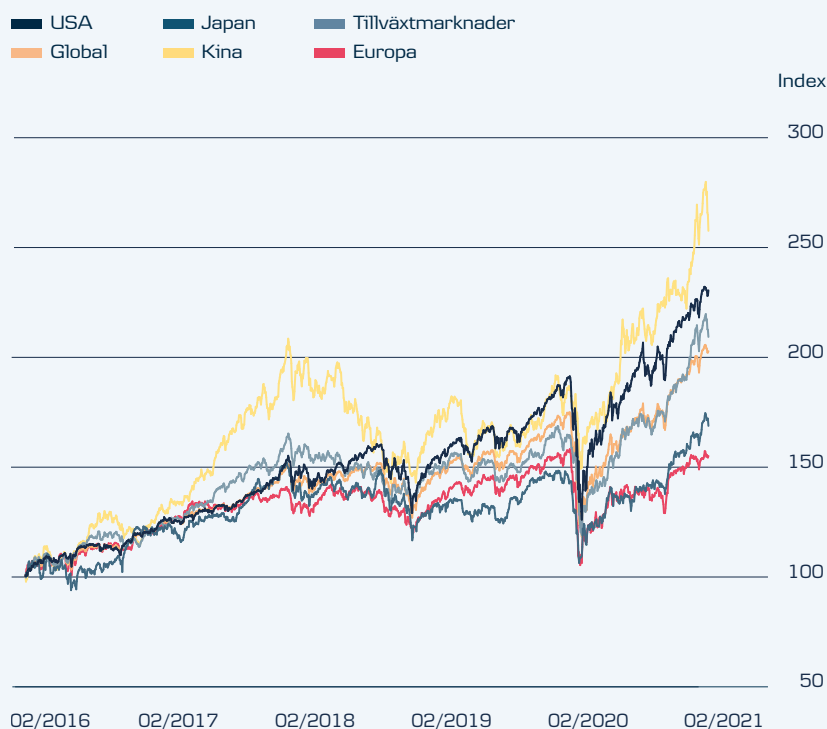
Bortsett från några kortare perioder av volatilitet har börserna stadigt klättrat uppåt sedan vändningen i mars 2020. På obligationsmarknaderna ►►

## Avkastningen på aktier hittills i år

Avkastning i lokal valuta sedan årsskiftet.



## Fem års ackumulerad avkastning



Källa: Macrobond, MSCI-index, totalavkastning i lokal valuta. Datum: 24.02.2021  
Historisk avkastning är ingen pålitlig indikator för framtidig avkastning.

har förväntningarna om en fortsatt återhämtning och ännu ett gigantiskt stödpaket i USA pressat upp långräntorna, vilket fått obligationspriserna att sjunka.

**Återhämtningen lyfter börsen**  
När det gäller aktiemarknaden är ekonomisk tillväxt en viktig drivkraft. Under perioder med ökad tillväxt utvecklas aktier och andra riskfyllda tillgångsslag vanligtvis bra, och utsikterna för ekonomin talar därför för att börsen har mer att ge under 2021.

Men trots de förhållandevis ljusa utsikterna råder det ingen tvekan om att saker och ting kan inträffa längs vägen som kan orsaka turbulens. Om utrullningen av vaccin inte fortsätter i den takt vi hoppas och återhämtningen i världsekonomin bromsar in, så är det givetvis negativt. Risken att coronaviruset muterar så



*Trots de ljusa utsikterna för ekonomin är det viktigt att komma ihåg att aktiemarknaden är framåtblickande, och att den speglar hur världen förväntas se ut om 6-9 månader.*

att nuvarande vaccin inte hjälper är en annan riskfaktor. Även om allt går som planerat så kan en stark återhämtning leda till att centralbankerna börjar

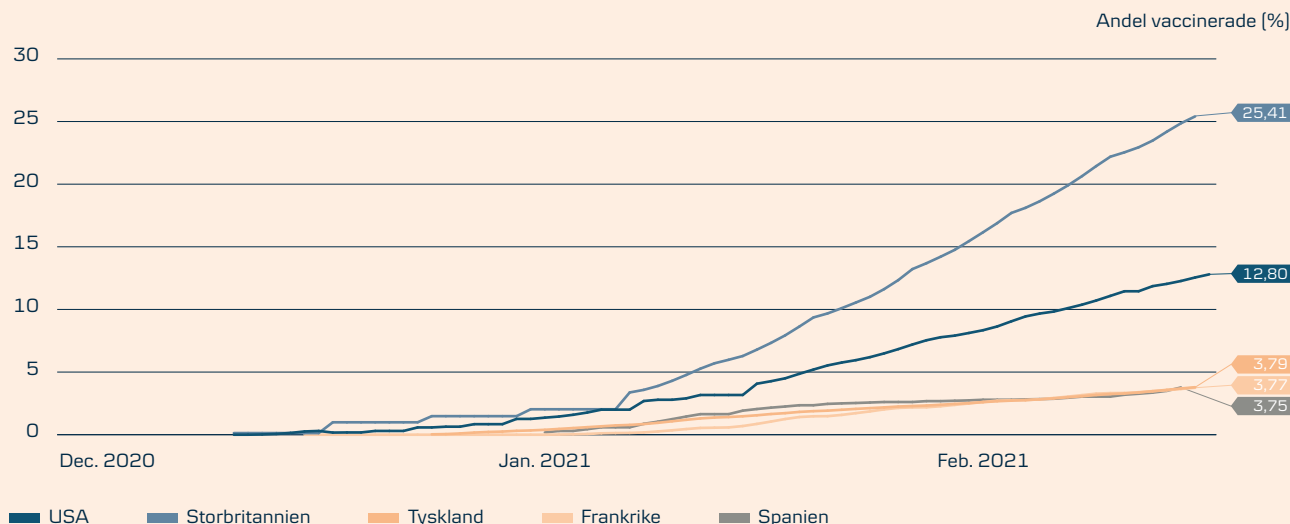
strama åt penningpolitiken, vilket också kan leda till ökad volatilitet på marknaden. Än så länge är det för tidigt för centralbankerna att lyfta den frågan, men marknaden är och förblir känslig för signaler och ändrad kommunikation från framför allt den amerikanska centralbanken, Fed.

Ovanstående faktorer kan skapa oro på marknaden, men vårt huvudscenario är att inget av det kommer att sätta punkt för återhämtningen under 2021. I perioder skulle eventuella bakslag kunna leda till ökad volatilitet på marknaden, men vi tror ändå på en positiv utveckling för risktillgångar under det kommande året. Den senaste tiden har stigande räntor lett till större kursrörelser på börsen, men vi ser inte högre räntor som något problem så länge de stiger av rätt anledning - det vill säga högre tillväxt.



## Andelen vaccinerade mot covid -19

Hur snabbt världens befolkning kan vaccineras avgör om den globala ekonomin kan öppnas upp igen under våren och sommaren, och om vi slipper nya nedstängningar nästa höst.



Förväntningarna om en återöppning av världsekonomin och markanta förbättringar av företagens resultat har under lång tid varit centrala drivkrafter för börserna.



## Vilka är drivkrafterna för aktier, och är värderingarna för höga?

Aktiemarknaden är för närvarande högt värderad sett till P/E-talet (priset/vinsten om tolv månader), det vill säga det pris vi betalar för varje vinstkrona i bolagen. Frågan är om börserna stigit för mycket i relation till bolagsvinsterna?

Om börserna är högt värderade eller inte beror inte bara på hur mycket vinsterna väntas stiga på kort sikt, utan också på hur mycket de väntas växa i ett längre perspektiv. Det senaste året har vi sett en markant ökning av den förväntade vinsttillväxten för globala aktier även på 3-5 års sikt (se graf till vänster). Det anser vi pekar på att värderingarna faktiskt har verklighetsförankring.

På kort sikt har tillväxten i ekonomin mycket större effekt på börsutvecklingen än P/E-tal och den förväntade långsiktiga vinsttillväxten. Grafen nedan till höger visar den genomsnittliga månatliga avkastningen på globala aktier vid olika scenarier för utvecklingen i globala inköpschefsindex (PMI). En PMI-nivå över 50 signalerar ökad tillväxt, och en nivå under 50 att tillväxten bromsar in. Historiskt har avkastningen på aktier varit högst månaderna efter att PMI legat under 50 och stigit. För tillfället ligger PMI på en nivå över 50 och sjunker, men även det är stöttande för börserna. Historisk avkastning är dock ingen garanti för framtida avkastning.

### Förväntad vinsttillväxt för globala aktier

Estimaten pekar på en hög vinsttillväxt i bolagen både på kort sikt (12 månader) och lite längre sikt (3-5 år).

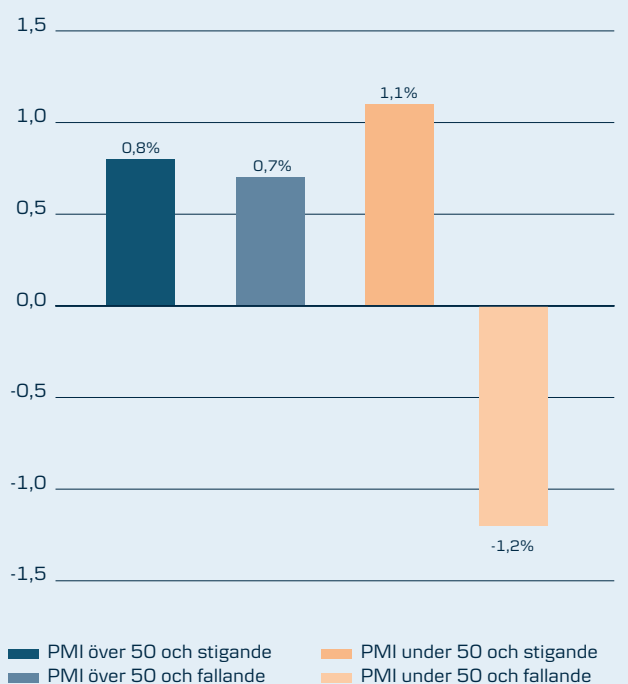
Förväntad vinsttillväxt för globala aktier (%)



### Utvecklingen för börserna hänger samman med tillväxten i ekonomin

Diagrammet visar en genomsnittlig månatlig avkastning på ett globalt aktieindex vid olika scenarier för utvecklingen i globala inköpschefsindex (PMI).

Månadsavkastning (%)





### Drivkrafter för återhämtningen

Om vi analyserar återhämtningen så beror den på flera faktorer:

- Det starkaste skälet till fortsatt återhämtning är att ekonomin öppnas upp, vilket leder till ökad konsumtion och investeringar, och därmed till ökad tillväxt.
- Konsumtionen har minskat under krisen och vi har sett ökade insättningar på bankkonton i både USA och de europeiska länderna. Det gör att det finns kapital att spendera när restriktionerna lättar.
- Att servicesektorn öppnar upp leder till att många som blivit arbetslösa åter får jobb, vilket leder till ökad konsumtion och tillväxt.
- Centralbankernas fortsatt expansiva penningpolitik med låga räntor och obligationsköp stimulerar konsumtion och investeringsvilja.
- Slutligen kan nya finanspolitiska stimulanspaket driva på tillväxten ytterligare, särskilt i USA där vi fortfarande inväntar besked om Joe Bidens föreslagna stödpaket på 1 900 miljarder dollar blir verklighet.

### Majoriteten av börsuppgången kan ligga bakom oss

Trots de ljusa utsikterna för ekonomin är det viktigt att komma ihåg att aktiemarknaden är framåtblickande, och att den speglar hur världen förväntas se ut om 6-9 månader. Vi måste därför utgå ifrån att återhämtningen i hög grad redan har prisats in. Att börserna för närvarande är högt värderade bekräftar den bilden.

Detta innebär att majoriteten av börsuppgången mycket väl kan ligga bakom oss. Vi behåller trots det en övervikt i aktier i våra portföljer (det vill säga vi har för närvarande en högre aktieandel än vi förväntar oss att ha på lång sikt), men det är bara en liten övervikt. De kommande tolv månaderna förväntar vi oss att ett globalt index ger en avkastning på 3-7 procent (i euro).

I portföljerna fokuserar vi på att ha

en bra balans mellan cykliska sektorer som gynnas av en starkare konjunktur, som industri och material, och sektorer med strukturell tillväxt som är oberoende av konjunkturen. Strukturell tillväxt är en attraktiv egenskap under perioder med hög osäkerhet, och trots optimismen är osäkerheten faktiskt fortfarande hög. Bland sektorer med strukturell tillväxt ser vi högst avkastningspotential inom IT-sektorn, som dessutom väntas gynnas av ökade investeringar i takt med att världsekonomin öppnar upp igen.

### Ingen fest på obligationsmarknaden

Återhämtningen är positiv för den förväntade avkastningen på aktier, men inte för avkastningen på obligationer. Starkare tillväxt kan leda till högre inflation och att de långa räntorna stiger, vilket är något vi redan sett exempel på den senaste tiden. Stigande räntor är detsamma som sjunkande obligationspriser, vilket urholkar den redan låga förväntade



*Bland sektorer med strukturell tillväxt ser vi högst avkastningspotential i IT-sektorn, som dessutom väntas gynnas av ökade investeringar i takt med att världsekonomin öppnar upp igen.*

avkastningen på obligationer. Även om centralbankernas obligationsköp sätter ett tak för hur mycket räntorna stiger, så är avkastningspotentialen extremt begränsad och vi behåller därför en undervikt i statsobligationer.



### Goda nyheter för Italien

I februari blev Mario Draghi vald till ny premiärminister i Italien. Han har gedigen erfarenhet, ett brett politiskt stöd och mycket goda kontakter inom EU, vilket sammantaget är väldigt positivt. Som före detta chef för den europeiska centralbanken, ECB, är han en stark anhängare av EU och kan förhoppningsvis hjälpa till att både stabilisera den italienska ekonomin, och dämpa de EU-kritiska röster som i perioder skapat oro för att Italien också kommer att lämna EU.



Högre priser på råvaror som exempelvis järnmalm kan gynna tillväxtmarknadsaktier under 2021.

## Regional allokering: Här ser vi högst avkastningspotential



### NEUTRAL VIKT I USA:

#### Medvinden för strukturell tillväxt kan avta

Den amerikanska ekonomin har klarat sig bra genom vinterns pandemi eftersom nedstängningarna varit mindre omfattande än i exempelvis Europa. Utrullningen av vacciner går också snabbare än i Europa, och Joe Bidens nästa ekonomiska stödpaket väntas ge ekonomin ännu mer skjuts. Arbetsmarknaden är dock fortfarande svårt tyngd av krisen, vilket ökar sannolikheten för att centralbanken, Fed, ska fortsätta bedriva en mycket expansiv penningpolitik.

De amerikanska börserna gick bra under 2020 eftersom andelen bolag med strukturell tillväxt är hög, det vill säga andelen bolag med en underliggande tillväxt som är oberoende av konjunkturen. Det har varit en attraktiv egenskap under krisen och många digitala bolag har till och med gynnats av att vi stannat hemma och umgåtts, shoppat och tagit del av underhållning online. I takt med att världsekonomin öppnas upp igen och tillväxten ökar, kan dock fokus och kapitalflöden komma att riktas mot cykliska sektorer som industri och råvaror. Det kommer att gynna de europeiska börserna, där andelen cykliska bolag som tjänar på starkare tillväxt är hög. Vi sänkte därför nyligen amerikanska aktier till neutral vikt från en tidigare övervikt.



### NEUTRAL VIKT I EUROPA:

#### Högre tillväxt kan lyfta cykliska Europa

Europa har drabbats hårdare av de senaste månadernas restriktioner och nedstängningar än USA, och det gäller framför allt tjänstesektorn. Det innebär att Europa även har mer att vinna på lättade restriktioner och ökad ekonomisk tillväxt. Europeiska aktier halkade efter rejält i uppgången under 2020, men med tanke på den höga andelen cykliska sektorer som gynnas av en starkare konjunktur, så ser vi bättre möjligheter för europeiska aktier att utvecklas väl i år. Brexit ligger bakom oss vilket minskar osäkerheten för europeiska företag, och valet av Mario Draghi som ny italiensk premiärminister ger förhoppningar om ökad politisk och ekonomisk stabilitet i Italien.

Den europeiska centralbanken, ECB, väntas fortsätta stötta ekonomin och de finansiella marknaderna med låga räntor och obligationsköp. Eftersom tillväxten fortfarande är svag väntar vi oss ännu inte att europeiska aktier ska gå väsentligt bättre än andra regioner. För att positionera oss för en bättre utveckling har vi dock höjt europeiska aktier från undervikt till neutral vikt.



### ÖVERVIKT PÅ TILLVÄXTMARKNADER:

#### Tillväxtmarknaderna har mer potential

Tillväxtmarknadsaktier har gått bra, framför allt under den senare delen av 2020, och vi anser att det fortfarande finns en god avkastningspotential i tillväxtregionerna. Det beror dels på att räntorna väntas förbli låga och penningpolitiken expansiv, men också på att tillväxten i Kina snabbt kommit tillbaka efter krisen vilket gynnar tillväxtmarknader överlag.

Samtidigt har många tillväxtmarknader i likhet med Europa drabbats hårt av smittspridning och nedstängningar, och har därmed relativt sett mer att vinna på coronavaccin och att ekonomin öppnas upp.

Andra drivkrafter är stigande råvarupriser samt goda utsikter för att företagens investeringar (capex) ska öka under året. Det är positivt för råvaruproducerande länder och kan bidra till att fler tillväxtmarknader står inför ett lyft i år, och inte bara de asiatiska ekonomierna. Under fjolåret hade vi en övervikt i tillväxtmarknadsaktier med fokus på just Asien. Vi behåller övervikten i tillväxtmarknader, men har breddat exponeringen till att spegla ett brett tillväxtmarknadsindex.

Om världsekonomin återhämtar sig under 2021, kommer det att ge stöd åt de mer cykliska delarna av aktiemarknaden, vilket är positivt för de konjunktur känsliga tillväxtmarknaderna. En starkare dollar är dock en potentiell risk eftersom det gör det dyrare för många länder och företag på tillväxtmarknaderna att betala sina skulder. Vår bedömning är dock att den risken till viss del begränsas av den expansiva penningpolitiken i USA.



### UNDERVIKT I JAPAN:

#### Svagare yen riskerar urholka positiv avkastning

Trots ökad aktivitet i världsekonomin så har förväntningarna på den långsiktiga vinsttillväxten i Japan justerats ned. För närvarande ser vi därför mindre uppsida i japanska aktier än i andra regioner, även om en fortsatt återhämtning under det kommande året är positiv för japansk export. Japanska aktier är lågt värderade jämfört med andra regioner, men vår bedömning är att det helt enkelt speglar den lägre tillväxten.

I perioder med ökad tillväxt då japanska aktier utvecklas väl är yenen ofta en negativ faktor för utländska investerare. Yenen ses som en säker hamn på valutamarknaden, och försvagas vanligtvis i tider med ökad global riskaptit. För en utländsk investerare urholkar det avkastningen, och vi behåller därför en undervikt i japanska aktier.

Under våren 2020 sänkte den amerikanska centralbankens ordförande Jerome Powell de amerikanska räntorna till nya lägstnivåer. Centralbankernas fortsatta ackommoderande penningpolitik innebär att statsobligationer förväntas ge en mycket blygsam avkastning under 2021.



## Obligationer: Här ser vi högst avkastningspotential

### ↗ ÖVERVIKT I HIGH YIELD-OBLIGATIONER:

#### Attraktiv investering när tillväxten stärks

High yield (HY) är företagsobligationer med låg kreditvärdighet, som gynnas av stärkta utsikter för den ekonomiska tillväxten. Kreditspreaden, det vill säga ränteskillnaden gentemot en statsobligation, är låg, men i gengäld har kreditkvaliteten inom high yield-segmentet faktiskt stärkts under krisen. High yield gynnas av jakten på avkastning som får bränsle av centralbankernas expansiva penningpolitik. Låga räntor på statsobligationer gör helt enkelt att högriskobligationer blir mer attraktiva. Jämfört med andra obligationer är HY dessutom mindre känsligt för stigande räntor, och det är positivt eftersom vi väntar oss svagt stigande räntor under det kommande året.

Vi bedömer att räntenivåerna i HY är attraktiva mot bakgrund av de goda utsikterna för den globala ekonomin i år. En risk är om oron på marknaden skulle öka igen eftersom det får kreditspreadarna att öka, och därmed priset på mer riskfyllda obligationer som HY att sjunka. Vi har nyligen höjt high yield till en övervikt, men som investerare är det viktigt att komma ihåg att likviditeten kan vara dålig vid en eventuell kris, och att det kan bli kostsamt att vara tvungen att sälja under hög marknadsturbulens. Därför är det viktigt att också ha andra, mer likvida obligationer i portföljen även om de erbjuder en betydligt lägre förväntad avkastning.

### → NEUTRAL VIKT I INVESTMENT GRADE-OBLIGATIONER:

#### Högre potential på annat håll

Investment grade är företagsobligationer med hög kreditvärdighet. Kreditspreadarna är för närvarande mycket låga vilket innebär att utrymmet för dem att gå ihop ännu mer är begränsat. Därmed är också uppsidan för investerare begränsad. Vi bedömer att andra mer riskfyllda obligationsslag har mer att vinna på de nuvarande makroutsikterna och därför är ett bättre val just nu. Investment grade bidrar dock till riskspridning i portföljen, och ger trots allt en högre löpande ränta än statsobligationer.

### ↗ ÖVERVIKT I TILLVÄXTMARKNADSOBLIGATIONER:

#### Kan gynnas av fortsatt återhämtning i världsekonomin

Tillväxtmarknadsobligationer (EMD) har utvecklats sämre än high yield sedan årsskiftet. Vi förväntar oss dock att en fortsatt återhämtning under 2021 gradvis kommer att leda till starkare offentliga finanser i tillväxtregionerna, vilket gynnar tillväxtmarknadsobligationer. Den expansiva penningpolitiken och det historiskt låga ränteläget i den utvecklade delen av världen gör också EMD relativt sett mer attraktivt.

En eventuell dollarförstärkning är en risk för tillväxtmarknaderna eftersom en starkare dollar gör att det blir dyrare för länder och företag att betala sina dollarskulder. Vår bedömning är dock att en fortsatt expansiv penningpolitik, framför allt i USA, och de positiva effekterna av högre global tillväxt kompenserar för den osäkerheten. Vi behåller därför en övervikt i tillväxtmarknadsobligationer.

### ↘ UNDERVIKT I STATS-OBLIGATIONER

#### Låga, men stigande räntor ger låg förväntad avkastning

Statsobligationer anses vara det säkraste tillgångsslaget. De bidrar med riskspridning i portföljen, stabiliserar och bevarar värde i osäkra tider. Eftersom räntorna redan är på mycket låga nivåer är utrymmet för fortsatt räntenedgång liten om vi skulle få en period med förnyad osäkerhet och marknadsoro. Det innebär att avkastningspotentialen också är mycket låg, särskilt i relation till aktier och mer riskfyllda obligationer. Kombinationen av låga och svagt stigande räntor är oattraktiv, och vi har därför en undervikt i lokala 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

Aktier	↑	Övervikt
Obligationer	↓	Undervikt
Likvida medel	→	Neutral

## OBLIGATIONER

Lokala statsobligationer	↓	Undervikt (dubbel)
Investment grade	→	Neutral
High yield	↑	Övervikt
Tillväxtmarknadsobligationer	↑	Övervikt

## AKTIEREGIONER

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

## SEKTORALLOKERING

Sällanköpsvaror	→	Neutral
Energi	→	Neutral
Finans	→	Neutral
Kraftförsörjning	↓	Undervikt
Industri	↑	Övervikt
IT	↑	Övervikt
Råvaror	↑	Övervikt
Dagligvaror	↓	Undervikt (dubbel)
Hälsovård	→	Neutral
Kommunikation	→	Neutral



# Vilka är vi?

Strategy & Macro | Danske Bank House View



Lars Skovgaard  
Andersen  
Senior strateg



Christian  
Lie  
Senior strateg



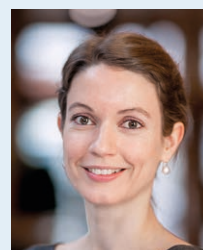
Kaisa  
Kivipelto  
Senior strateg



Maria  
Landeborn  
Senior strateg



Tuukka  
Kemppainen  
Senior strateg



Sofie Manja  
Eger Huus  
Senior strateg



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.

---