



Danske Bank Asset Management
House View Q2 2018
INSTITUTIONAL

En æra går mot slutten – men aksjeoppturen vedvarer

Etter en historisk lang periode med fallende renter, må vi etter all sannsynlighet venne oss til en ny økonomisk virkelighet.

Danske Bank

Jerome Powell ble i februar tatt i ed som USAs nye sentralbanksjef (bilde på forsiden), og Donald Trumps utkårede Fed-sjef får en tøff oppgave i å navigere den amerikanske økonomien gjennom en serie renteøkninger.

Nye tider i verdensøkonomien – men ingen grunn til panikk

Frykten for høyere inflasjon og renter har vunnet fotfeste i finansmarkedene, og selv om pilen fortsatt peker oppover for aksjekursene, ser vi to mulige scenarier utspille seg i finansmarkedene i det kommende kvartalet – det positive og det negative.

Etter mer enn 30 år med fallende renter, tyder mye på at vi trenger å venne oss til et økonomisk regimeskifte – og korreksjonen i aksjemarkedet i februar var trolig en forsmak på denne nye virkeligheten. Korreksjonen kan etter vårt syn være en indikasjon på at investorene begynner å forberede seg

på et framtidig investeringsmiljø der vi beveger oss bort fra de senere årenes ultraekspansive pengepolitikk, historisk lave renter, rikelig global likviditet og ikke-eksisterende inflasjonspress, som alt i alt har gitt gunstige tider og lav volatilitet i aksjemarkedet.

Vi tror at første kvartal 2018 vil skrive seg inn i historiebøkene som kvartalet der rentepilen endelig snudde, etter flere tiår med nedgang, men det betyr ikke at vi rømmer i panikk fra aksjemarkedet. For rentestigninger eller ei forventer vi at den globale økonomiske oppturen vil fortsette i 2018, og vi beholder derfor en overvekt i aksjer, mens vi underveker obligasjoner. Det er fortsatt i aksjemarkedet vi ser det mest attraktive avkastningspotensialet.

Samtidig er det også verdt å huske at et økonomisk og finansielt regimeskifte ikke vil skje fra den ene dagen til den neste, på samme måte som utviklingen ikke vil skje i en rett linje. Det blir en langvarig prosess med framgang og tilbakefall, og akkurat som vi ble overrasket over at rentene fortsatte å falle år etter år, kan overraskelsen potensielt bli like stor når det gjelder hvor lenge ►►



Av Anders Svennesen,
CIO, Danske Bank Asset Management



Før vi lar stigende inflasjon og renter sette frykt i oss, er det verdt å huske på at et moderat inflasjonspress faktisk er gunstig for alle.

Forventet avkastning
fra globale aksjer

10-12 %

de neste 12 månedene,
målt i lokal valuta.



Overvekt i
aksjer



Undervekt i
obligasjoner

►► den generelle trenden for rentene nå vil peke oppover. Men dette er altså ikke ensbetydende med dramatiske rentestigninger fra det ene øyeblikket til det neste.

Heller litt inflasjon enn ingen
Data for amerikanske lønninger ble gnisten som i begynnelsen av februar antente aksjekorleksjonen. Lønningene steg mer enn ventet og utløste en frykt for at høyere inflasjonsforvent-

ninger vil få den amerikanske sentralbanken til å heve rentene betydelig mer og raskere enn man tidligere har regnet med. Dette kan potensielt ramme den økonomiske veksten og bedriftenes inntjening. ►►

Verden sett som langsiktig investor

Vekst og inflasjon er de to avgjørende faktorene for hvordan finansmarkedene trives.

Kombinasjonen av vekst og inflasjon definerer hvor vi befinner oss i den økonomiske syklusen og hvilke aktivaklasser som kan forventes å klare seg best.

De siste tiårene har i utgangspunktet vært disinflasjonær, dvs. at inflasjonen har vært fallende, og i perioder til og med negativ. Hvis vi kun fokuserer på de siste årene, har vi befunnet oss i en disinflasjonær boom (se figuren nedenfor) med solid økonomisk vekst og lav inflasjon – ofte kalt Gullhår-scenariet – som vanligvis gir attraktiv avkastning for investorene.

Men man kan ikke sette sammen investeringene sine utelukkende på bakgrunn av data for vekst og inflasjon. Andre faktorer – som aktivaenes verdi, bedriftenes inntjening, likviditet osv. – spiller også inn.

Det store spørsmålet blir selvsagt: Hvilken fase er vi på vei inn i nå, når vi forventer stigende renter?

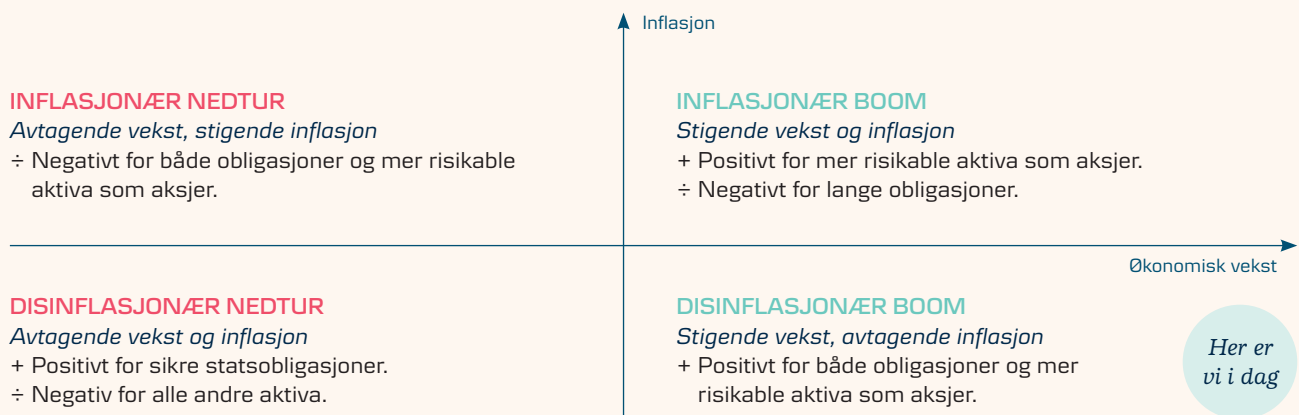
Vår forventning er at den økonomiske oppturen vil fortsette, og at inflasjonen bare vil øke svakt til moderat. Vi ser derfor ikke for oss noe større inflasjonspress foreløpig – og selv om inflasjonspresset skulle øke, er det ikke nødvendigvis et problem for aksjer, så lenge veksten er høy. Når veksten er høy, har inflasjonen historisk sett bare vært et problem for aksjemarkedet på nivået 5-6 prosent.

Alt i alt er vi etter vårt syn derfor fortsatt langt fra det punktet der man bør begynne å tilpasse investeringene sine til lav vekst eller høy inflasjon. Konkret opprettholder vi derfor vår nåværende overvekt i aksjer og undervekt i obligasjoner.



1,82 % lå kjerneinflasjonen på i USA ultimo januar 2018 – under Feds mål på 2 %.

Fire faser i økonomien



Den tyske økonomien har vært en bærende drivkraft for økonomisk vekst i Europa de siste årene, og det er fortsatt utsikt til en attraktiv kombinasjon av solid vekst og lav inflasjon i Europa – populært kalt Gullhår-scenariet – noe som støtter opp under aksjene.



Selv om vi ser positivt på den fundamentale utviklingen i økonomien, kan aksjemarkedet på kortere sikt være drevet av markedsstemninger og tekniske faktorer som ikke er knyttet til den fundamentale utviklingen.

► Men før vi lar stigende inflasjon og renter sette frykt i oss, er det verdt å huske på at et moderat inflasjonspress faktisk er gunstig for alle, og at utviklingen i USA er nettopp slik Fed hele tiden har forkynt. I de siste årene har deflasjon, dvs. fallende priser, faktisk vært det største skrekksenarioet blant investorer, fordi deflasjon lammer veksten. Og både Den europeiske sentralbanken, ESB, og Fed har i perioder fått problemer med å oppnå målet om en inflasjon på rundt 2 prosent.

Nå er vår forventning at den amerikanske inflasjonen stille og rolig vil krysse opp mot Feds inflasjonsmål på 2 prosent, mens inflasjonen i Europa fortsatt holdes nede på grunn av at det er rikelig med rom for framgang på arbeidsmarkedet utenfor Tyskland, før det for alvor

legges press på lønningene. Totalt sett forventer vi altså at inflasjonspresset vil være ytterst moderat, og vi forventer ikke at stigende inflasjon og renteøkninger vil slå den økonomiske oppturen ut av kurs. Vi nyter fortsatt godt av en robust økonomisk vekst som støtter opp om bedriftenes inntjening.

To mulige scenarier for Q2

Men én ting er synet vi har på den økonomiske utviklingen for de kommende 12-24 månedene – noe annet er de kommende månedenes utvikling i kjølvannet av aksjekorleksjonen i februar. Selv om vi ser positivt på den fundamentale utviklingen i økonomien, kan aksjemarkedet på kortere sikt være drevet av markedsstemninger og tekniske faktorer som ikke er knyttet til den fundamentale utviklingen. Rent konkret ser vi dermed for oss to mulige scenarier i andre kvartal:

DET POSITIVE SCENARIET: De amerikanske inflasjonstallene utvikler seg som forventet, herunder data for lønnsvekst i den amerikanske jobbrapporten den 9. mars. Fed, med den nye sentralbanksjefen Jerome Powell i spissen, hever som forventet renten på neste rentemøte 21. mars og signaliserer ingen endringer i synet på antall renteøkninger i 2018 – dvs. at Fed fortsatt forventer tre renteøkninger totalt i løpet av året. Aksjemarkedet roer seg, og dagens bullmarked fortsetter, om enn med litt større kurssvingninger enn i 2017.

DEN NEGATIVE SCENARIET: Inflasjonen og lønnsveksten fortsetter å overraske i oppadgående retning i USA. Fed hever som forventet renten ved neste rentemøte den 21. mars, og det økende inflasjonspresset får

Fed til å uttrykke forventninger om en ytterligere renteøkning i 2018 – dvs. fire renteøkninger i løpet av året i stedet for tre. Usikkerheten rundt stigende inflasjon og renter og effekten de har på realøkonomien tiltar og gir ny næring til korleksjonen i aksjemarkedet, slik at vi får en ny bølge av kursfall. ►►

Inflasjon kontra deflasjon: Den vanskelige balansegangen

Både høy inflasjon og deflasjon – altså negativ inflasjon – skaper usikkerhet og er negativt for den økonomiske veksten.

Inflasjonen er noe av det aller mest avgjørende for pengepolitikken i utviklede økonomier. Både ESB og Fed har et uttalt mål om at inflasjonen skal ligge på rundt 2 prosent, noe som regnes som et gunstig nivå for den langsiktige økonomiske veksten.

Hvis inflasjonen er for høy, skaper det usikkerhet om hva pengene dine blir verdt i framtiden, og dette er ren gift for den økonomiske aktiviteten og veksten i samfunnet. Ved høy inflasjon vil långiverne kreve høyere renter for å låne ut penger, slik at de blir kompensert for at inflasjonen uthuler verdien av pengene.

Ved deflasjon venter forbrukerne potensielt med å bruke pengene sine, fordi de i prinsippet vil være verdt mer i morgen enn i dag, og lønningene faller. Dette fører raskt til en negativ spiral for hele økonomien.

Renten er et viktig økonomisk redskap for sentralbankene til å styre inflasjonen, og det er som regel en tett sammenheng mellom utviklingen i renten og inflasjonen.

Worst case er ingen katastrofe

Vi betrakter det positive scenariet som det mest sannsynlige, men selv om det negative skulle innfinne seg, ser vi for øyeblikket ingen tegn på at en økonomisk resesjon er under oppseiling. Selv om de økonomiske tillitsindikatorene stuper, forventer vi ikke at utviklingen i finansmarkedene vil forplante seg negativt over på realøkonomien. De

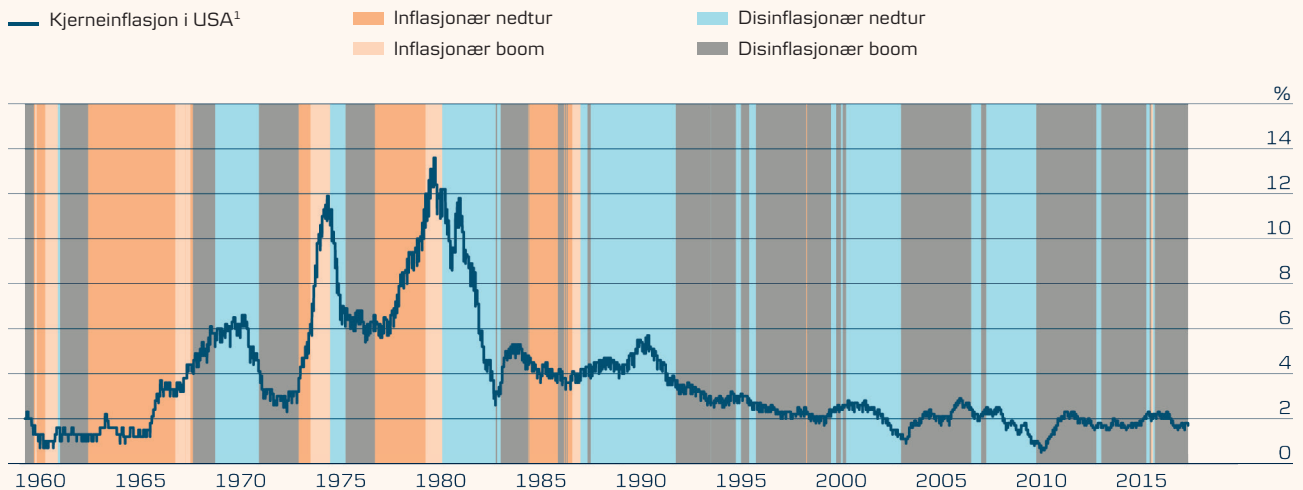
sterke arbeidsmarkedene, stigende lønninger og selskapenes positive inntjeningsutsikter skaper etter vårt syn en solid plattform under privatforbruket og selskapenes investeringsaktivitet. Til tross for pengepolitiske innstramninger i år, er den globale pengepolitikken også fortsatt ekspansiv og støtter opp under økonomien.

Kort sagt forventer vi at når tilpas-

ningen til nye tider har rast fra seg og investorene har innfunnet seg med at æraen med fallende renter er over, vil investorenes fokus igjen samle seg rundt de faktorene som på lengre sikt stikker ut kursen for aksjenes utvikling; det overordnede makroøkonomiske bildet, selskapenes inntjening og aksjenes prising. Og her mener vi fortsatt at det er mer å hente som aksjeinvestor.

Fasene i økonomien siden 1960

I de senere år har vi befunnet oss i en disinflasjonær boom med høy vekst og lav inflasjon – en attraktiv kombinasjon sett med investorøyne. Under resesjonene i 2001 og 2008-2009, da veksten var negativ, havnet økonomien i en disinflasjonær nedgang, noe som er ren gift for aksjemarkedene. Grafen er basert på den amerikanske økonomien og viser hvilken fase økonomien løpende har befunnet seg i fra 1960 og fram til i dag (se beskrivelsen av fasene på side 3).



To økonomiske epoker i nyere tid

1960-1980: Inflasjon gjorde livet surt for obligasjoner
Årene 1960-1980 var i lange perioder preget av et inflasjonært miljø. Med økende inflasjon fulgte stigende renter, som ga kursfall på lange statsobligasjoner. Ser vi på aksjer, steg kursene generelt i perioder, der stigende inflasjon gikk hånd i hånd med stigende økonomisk vekst, mens aksjemarkedet falt i perioder med avtakende vekst.

1980-2018: Gode tider med nedturen underveis
Siden 1980 har vi hovedsakelig befunnet oss i et disinflasjonært miljø med fallende renter og stigende obligasjonskursene, og dette har gitt god avkastning fra lange statsobligasjoner. Aksjekursene har blitt rammet av flere resesjoner underveis, men lange perioder med solid økonomisk vekst og lav inflasjon (den såkalte Gullhår-scenariet) har til gjengjeld gitt høy avkastning.

Kilde: Gavekal, basert på data for perioden 1.1.1960-31.1.2018.

¹Faktiske inflasjonsdata er en av flere variabler i vår vurdering av om vi befinner oss i et markedsklima preget av inflasjon eller disinflasjon.

Husk alltid risikoen som investor:

Utgangspunktet for denne publikasjonen er Danske Banks forventninger til makroøkonomien og finansmarkedene. Hvis utviklingen avviker fra forventningene våre, kan det potensielt påvirke avkastningen på eventuelle investeringer negativt og gi tap.

Danske Bank har kun utarbeidet dette materialet som informasjon, og det utgjør ikke en investeringsanbefaling.

Snakk alltid med en rådgiver hvis du vurderer å gjøre en investering på bakgrunn av dette materialet, slik at du får avdekket om en gitt investering er egnet for investeringsprofilen din, inkludert risikovilje, tidshorisont og tapsevne.

Danske Bank A/S
Bryggetorget 4
NO-0250 Oslo

+47 85 40 98 00
CVR-nr. 61 1262 28
danskebank.com