

中国 · 北京 Beijing · China



Danske Bank Asset Management
Quarterly House View Q4 2018
INSTITUTIONAL

Finansmarknaderna hotas av populism

Den amerikanske presidentens politiska agenda medför en ökad risk för en större kris på finansmarknaderna, och kan innebära slutet för den synkroniserade globala uppgången. Trots det ser vi fortsatt potential i akter – inte minst från tillväxtmarknaderna.



Det finns fortfarande ingen lösning på plats för Storbritanniens utträde ur EU. Här har den brittiske gatuartisten Banksy målat graffiti ovanpå EU-loggan med de 12 stjärnorna på en byggnad i Dover.

Mörkare moln över finansmarknaderna

Mörka moln av politiska och geopolitiska risker har lagt sig över finansmarknaderna och har under 2018 snedvridit utvecklingen på aktiemarknaderna. I skrivande stund tror vi att tillväxtmarknaderna har mest att ge framöver.

Handelskrig, sanktioner mot Iran och Ryssland, kris i Turkiet, turbulens i Italien, och inte att förglömma en ökad sannolikhet för att britterna återigen går till valurnorna för ett de facto-val om Brexit.

En storm av politiska och geopolitiska risker har nått finansmarknaderna, och stormen kommer med största sannolikhet inte att bedarra inom de

kommande månaderna. Vi anser dock inte att de här riskerna var för sig är tillräckligt höga för att kunna utlösa en global recession. Sammantaget har de däremot markant ökat risken för en kris som har potential att försätta hela världsekonomin i en ny recession.

Den kanske enskilt viktigaste aspekten är USAs politiska beslut på handelsområdet som har pressat Kina att ändra sin ekonomiska och politiska inriktning. USA stramar åt penningpolitiken, Kina expanderar och resultatet är en förstärkt amerikansk dollar som innebär nya utmaningar för framför allt tillväxtmarknaderna. Vi befinner oss fortsatt i en synkroniserad global uppgång, men en divergerande ekonomisk politik kan betyda att vi måste ta bort ordet synkroniserad framför uppgång.

Handelskriget inget större hot mot uppgången

Under alla omständigheter råder det redan idag ett bistert ekonomiskt klimat i länder som Turkiet och Ryssland, samtidigt som det så kallade handelskriget kommer att försvaga den ekonomiska tillväxten. Detta räcker mer än väl ►►



Av Anders Svennesen, CIO på Danske Bank Asset Management.

Förväntad avkastning för globala aktier

8-10%

under de närmaste 12 månaderna mätt i lokal valuta.



Övervikt i aktier



Undervikt i obligationer



Det är just i tider som dessa då det råder hög osäkerhet som investerarna kan dra nytta av sina statsobligationer i portföljen.

för att aktiemarknaden ska påverkas, eftersom en lägre tillväxt skapar osäkerhet bland investerarna. I ett första led kommer de ekonomiska tillitsindikatorerna att försvagas och efter dem följer hårda ekonomiska data som bekräftar eller dementerar signalerna från tillitsindikatorerna, och marknaderna kommer att reagera i enlighet med detta.



Kina är och förblir ändå landet man ska hålla ett öga på ut ett globalt krisperspektiv.

Vi ser dock fortfarande inga tecken på att en recession är på väg i några av de större ekonomierna, men vi tror fortsatt att tillväxten har nått sin absoluta kulmen och att den kommer börja avta i år och nästa år.

Vi tror att handelskriget potentiellt kan försvaga den globala tillväxten med 0,2 till 0,5 procentenheter de kommande tolv månaderna, men att detta inte hotar de senaste årens ekonomiska uppsving. Det gör att vi håller fast vid vår övervikt i aktier, specifikt i tillväxtmarknadsaktier. Vi kan inte nog understryka det viktiga i att fördelningen i enskilda investerares portföljer svarar upp mot tillhörande investeringsprofil. Det är just i tider som dessa som investerarna kan dra nytta av sina statsobligationer i portföljen.

Mer grus i maskineriet

På Danske Bank trodde vi redan vid årets början på ett ekonomiskt regimskifte med stigande räntor, tilltagande inflation och ökad volatilitet. Detta beror

i sin tur på den stabilitet i den globala uppgången som har givit de perfekta förutsättningarna för att kunna normalisera centralbankernas massiva penningpolitiska expansion som har hållit världsekonomin och finansmarknaderna igång ända sedan finanskrisen slog till.

Strävan efter att normalisera penningpolitiken är i full gång men antalet faktorer som eventuellt skulle kunna sätta käppar i hjulen har ökat under 2018.

Detta har dragit igång spekulationer och diskussioner om huruvida vi kommer att lyckas förflytta oss från en

ekonomisk regim med noll inflation och rekordlåga räntor till en ny regim med en modest inflation och stigande räntor utan en påföljande kris.

Populism den största risken

Ur vårt perspektiv är det största hotet mot finansmarknaderna politisk populism, närmare bestämt i form av den amerikanske presidenten Donald Trump. Hans politiska agenda går ut på att uppfylla alla sina vallöften; i sig beaktansvärt, men också farligt då det medför ökad risk för att en större kris ska utlösas.

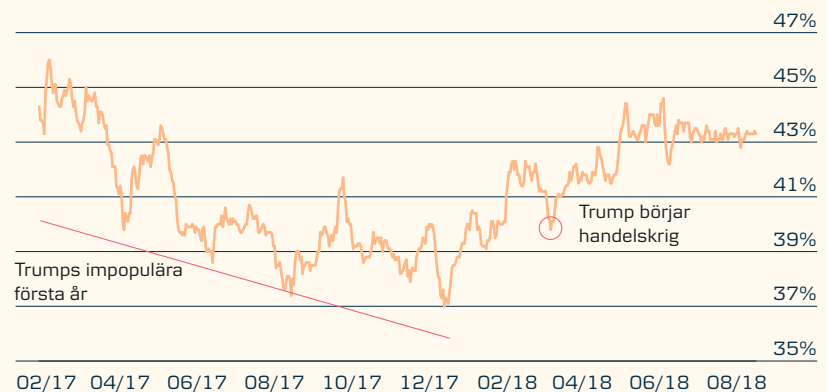
Donald Trump fick i slutet av



Handelskrig innebär vind i seglen för Trump

Ur ett hemmaplansperspektiv har det pågående handelskriget visat sig vara ett vinnande koncept för den amerikanske presidenten Donald Trump. Andelen väljare som anser att Donald Trump gör ett bra jobb som president har ökat sedan han drog igång handelskriget i mars i år. Vi tror att handelskriget kommer fortgå åtminstone fram till mellanvalet den 6 november.

Andelen väljare som anser att Donald Trump gör ett bra jobb som president



— Under sitt första år som president fick Donald Trump de sämsta popularitetsmätningarna någonsin för en amerikansk president, i genomsnitt cirka 10 procentenheter sämre än Bill Clinton som hade de näst lägsta noteringarna.

○ Donald Trump inledde handelskriget med tullavgifter på stål och aluminium och har sedan dess fyllt på med flera målinriktade tullavgifter på framför allt kinesiska varor för att skydda de amerikanska bolagen och arbetsplatserna.

Trots att den amerikanska arbetsmarknaden idag upplever full sysselsättning, ökar USA:s budgetunderskott.



2017 igenom ett skattepaket som går stick i stäv med vanliga konjunkturpolitiska tankegångar och har gett en skjuts åt den ekonomiska tillväxten och aktiviteten. Mitt i den amerikanska uppgången genomförde Donald Trump den största finanspolitiska expansionen sedan 1960-talet och den första pro-cykliska finanspolitiska expansionen också det sedan 1960-talet. Vanligtvis stimulerar man ekonomin för att kick-starta den och inte för att gå från fjärde till sjätte växel. Skattepaketet är ofinansierat: det årliga underskottet

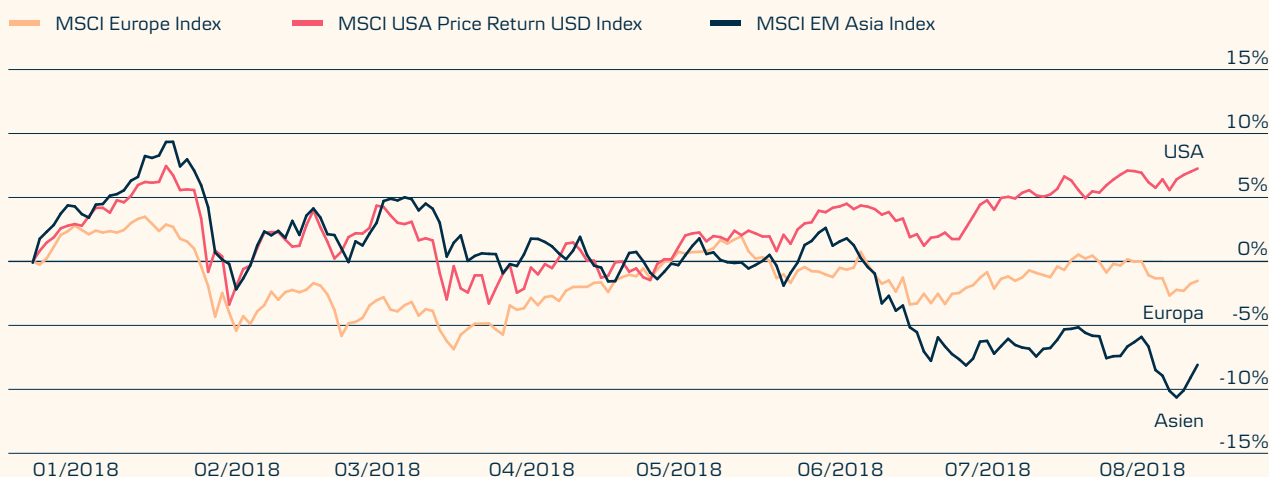
på de offentliga finanserna kommer enligt regeringens egen prognos öka från 3,2 procent av BNP år 2016 till 4,7 procent 2019. Om beräkningarna stämmer skulle detta vara det största offentliga underskottet för en ekonomi med full sysselsättning sedan Andra världskriget. Finansmarknaderna kommer att påverkas om – eller snarare när – man beslutar sig för att detta är ett problem.

Dessutom kan den höga ekonomiska tillväxten göra att inflationen ökar snabbare än förväntat. Den amerikan-

ska ekonomin har sällan varit starkare än den är idag och det finns just nu så många lediga jobb i USA att alla arbetslösa amerikaner skulle kunna börja arbeta om de bara hade en utbildning. Detta kan tvinga den amerikanska centralbanken att öka tempot i sina penningpolitiska åtstramningar. Om detta skulle ske, uppstår förmodligen turbulens på finansmarknaderna, som under en längre tid har levt på förväntningarna om att Fed kommer att ta god tid på sig med sina åtstramningar och till och med låta ekonomin överhet- ▶▶

Amerikanska aktier har klarat sig bra

Aktiemarknaden har under 2018 präglats av en stor divergens sett till enskilda regioner. Samtidigt som de amerikanska aktierna har noterat fina uppgångar har de asiatiska drabbats hårt av bland annat handelskrig. Vi förväntar oss så småningom någon form av utjämning mellan marknaderna.



tas för att se till att inflationen når sin målsättning.

Trumps politik sätter ett globalt avtryck

Utanför USAs gränser har Donald Trump med sin handelspolitik påtvingat en ändring i andra länders ekonomiska politik, vilket har försatt oss i en situation av divergerande politik på globalt plan. Ökade tullavgifter är de facto en finanspolitisk åtstramning. Någon måste betala och i slutändan innebär det att det finns mindre pengar att lägga på andra saker. För att kompensera de negativa tillväxteffekterna har Kina gått från en penningpolitisk åtstramning till en expansion.

De kinesiska myndigheterna har länge fokuserat på att dämpa kredit-tillväxten och därmed hantera den risk som den höga skulden i den privata

sektorn utgör, men den nu "påtvungade" expansiva penningpolitiken kan mycket väl komma att undergräva försöken att dämpa kreditgivningen.

Det gör att vi befinner oss i en situation där Fed stramar åt penningpolitiken medan kineserna gör det motsatta, något som i sig är en grundläggande drivkraft för försvagningen av den kinesiska valutan, yuan, mot den amerikanska dollarn. Till detta kommer de relativt omvärlden förbättrade tillväxtutsikterna i USA, vilket även det bidrar till en starkare dollar.

Farlig kombination av valutakurser och räntor

Dollarn har inte bara stärkts i jämförelse med yuane men även mot övriga tillväxtmarknadsvalutor som i stor grad följer den kinesiska valutan - i Asien beroende på handel och konkurrens län-



Donald Trumps politiska agenda går ut på att uppfylla alla sina vallöften; i sig beaktansvärt, men också farligt då det medför ökad risk för att en större kris ska utlösas.



Tre riskfaktorer som talar för en global kris

Det finns det ett brett spektra av faktorer som kan utlösa en större eller mindre kris. Förutom de aktuella politiska och geopolitiska riskerna tittar vi här på tre aspekter sett ur ett djupare och mer fundamentalt plan.

1. Bubbla på obligationsmarknaden

Centralbankernas massiva uppköp av obligationer sedan finanskrisen har ökat priset på finansiella tillgångar medan inflationen på varor och tjänster har tryckts helt i botten. Räntorna är alltså alldeles för låga och speglar inte den risk som det reellt innebär att låna ut pengar till en given låntagare. I USA har räntorna stigit och avspeglar efterhand tillväxt- och inflationsutsikterna men frågan är vilken ränta investerarna kommer att kräva för att fortsätta finansiera de offentliga finanserna med ett offentligt amerikanskt underskott som växer.

2. Kreditkris i Kina

Skuldsättningen i Kina har exploderat sedan finanskrisen och utgör idag 250 procent av BNP jämfört med 120 procent för tio år sedan. Stigande globala räntor utgör alltså i ökande grad en riskfaktor för den kinesiska ekono-

min. Regeringen är uppmärksam på frågan och försöker att dämpa kredittillväxten, framför allt bolagens växande skuldsättning.

3. En ansträngd amerikansk aktiemarknad

Amerikanska aktier är historiskt sett dyra, uppblåsta av sju års expansiv penningpolitik, och det gör amerikanska aktier till en risk kandidat. Andra drivkrafter än penningpolitik har efterhand tagit över den amerikanska aktiemarknaden, något som har bidragit till att man kunnat rättfärdiga stigande kurser och prissättning. Detta gäller inte minst bolagens starka vinsttillväxt, den moderata inflationen och starka ekonomiska tillväxten i stort. Däremot kvarstår frågan om de stora kursstigningarna sedan finanskrisen är hållbara på länge sikt, när tillväxten mattas av, eller om den expansiva penningpolitiken ger upphov till en framtida baksmälla.

Turkiet har haft en imponerande ekonomisk tillväxt under president Recep Erdogan, men ekonomin har bland annat drivits av en hög andel lån från utlandet.



Vi ser ökade möjligheter till positiva överraskningar på tillväxtmarknaderna och en ökad risk för negativa överraskningar i USA.

derna emellan och därutöver på grund av Kinas position som importör av råvaror från andra tillväxtmarknader. Kombinationen av en stark dollar och stigande globala räntor är inte bra för länder med ett bytesbalansunderskott och/eller en hög skuld i utländsk valuta, som gör det dyrare att betala räntor och betala av på lån. Detta har satt press på tillväxtmarknaderna genom fallande kurser på både aktier och obligationer. Samtidigt har potentiella kriser i länder som Turkiet nu brutit ut med full kraft - politisk konflikt med USA och det allmänna trycket på tillväxtmarknaderna har bidragit kraftigt i sammanhanget.

Vi förväntar oss inte att utvecklingen i Turkiet är en försmak på en bredare kris för tillväxtmarknaderna, som Asienkrisen 1997 och 1998. Idag är tillväxtländernas skuld i utländsk valuta generellt sett lägre. Samtidigt

har merparten av länderna flytande valutakurser, och Asienkrisen uppstod ur spekulatjonen mot ländernas fasta valutakurser.

Kina är och förblir ändå landet man ska hålla ett öga på ut ett globalt krisperspektiv och risken har ökat på sistone. Det finns dock goda anledningar att förvänta sig att Kina kan undvika en kris eller i värsta fall skjuta den på framtiden genom en massiv ekonomisk stimulans.

Kina har ett överskott på offentliga finanser, statsskulden utgör inte ett problem och utlandsskulden är relativt begränsad. Kort sagt finns det fortfarande massor av svängrum för fler ekonomiska stimulanser. Dessutom finns en politisk vilja att styra landet genom ekonomisk stabilitet. Kort sagt, Kina kommer att göra allt för att undvika en kris, något landet flera gånger tidigare har lyckats med och de nuvarande politiska tilltagen visar att man har tagit sig an uppgiften ännu en gång.

Osäkerhet i den synkroniserade uppgången

För att uppsummera har politisk populism försatt oss i en situation där ekonomiska intressekonflikter och risken för en större marknadskorrigerings, som i värsta fall kan leda till något ännu värre, ökat på sistone.

Vi förväntar oss att världsekonomin kommer att rida ut stormen och att den ekonomiska expansionen fortsätter i år och nästa år. Den starka synkroniserade ekonomiska uppgång som vi har sett de senaste åren utmanas nu och vi förväntar oss att de senaste månadernas utveckling med betydande volatilitet på finansmarknaderna kommer att fortsätta under det kommande kvartalet. Donald Trump behöver sitt väljarstöd och därför kommer han att hålla liv i handelskriget fram till mellanvalet i USA den 6 november.

Även om marknaden måste vara förberedd på att handelskriget kan skapa turbulens förväntar vi oss att en ►►



Man lär sig av historien

Historien lär oss att vi är otroligt dåliga på att förutse recessioner och finanskriser, eller rättare sagt på att reagera på tecken på förestående kriser. Kristecknen är ofta många, men de brukar ignoreras av politiker, centralbanker, investerare och många andra.

Samtidigt har historien lärt oss att det inte nödvändigtvis krävs en fullt utvecklad finanskris eller ekonomisk kris för att utlösa en korrigerings på aktiemarknaden. Ofta drabbas aktiemarknaderna av korrigerings av rädsla för omständigheter som varnar för en förestående finansiell eller ekonomisk kris, men som aldrig riktigt materialiseras.

lösning förhandlas på plats som minskar de geopolitiska spänningarna. Detta ligger även i Donald Trumps intresse.

Om Trump fortsätter att höja tullavgifterna kommer det snart att påverka de amerikanska konsumenterna negativt genom dyrare konsumentvaror. Vi inser att detta är en svår nöt att knäcka och en lösning är knappast nära förestående, men retoriken från Donald Trump kommer att avta och därmed även en eskalering av handelskriget. Vi tror att detta kommer att tas emot väl av marknaden.

Störst tilltro till tillväxtmarknader

Även om Kina befinner sig i stormens öga håller vi fast vid vår övervikt i tillväxtmarknadsaktier eftersom vinstprognosen för regionens bolag är goda och värderingen attraktiv. Vi föredrar Asien framför Latinamerika och Östeuropa.

Handelskrig eller inte, vi tror att Asien ger de bästa möjligheterna att investera i framtidens konsumenter.

Tillväxtmarknaderna har i år utvecklat sig sämre än andra aktiemarknader och de försvagade valutakurserna hjälper föga i sammanhanget. På sex till tolv månaders sikt förväntar vi oss en svagare dollarkursutveckling och vi tror dessutom att det mesta av de nuvarande negativa utsikterna för tillväxtmarknaderna redan återspeglas i de nuvarande aktiekurserna - vilket för övrigt också gäller Europa. Risken för besvikelser är däremot betydligt större i USA. Kort sagt: vi ser större möjlighet till positiva överraskningar på tillväxtmarknaderna och en ökad risk för negativa överraskningar i USA.

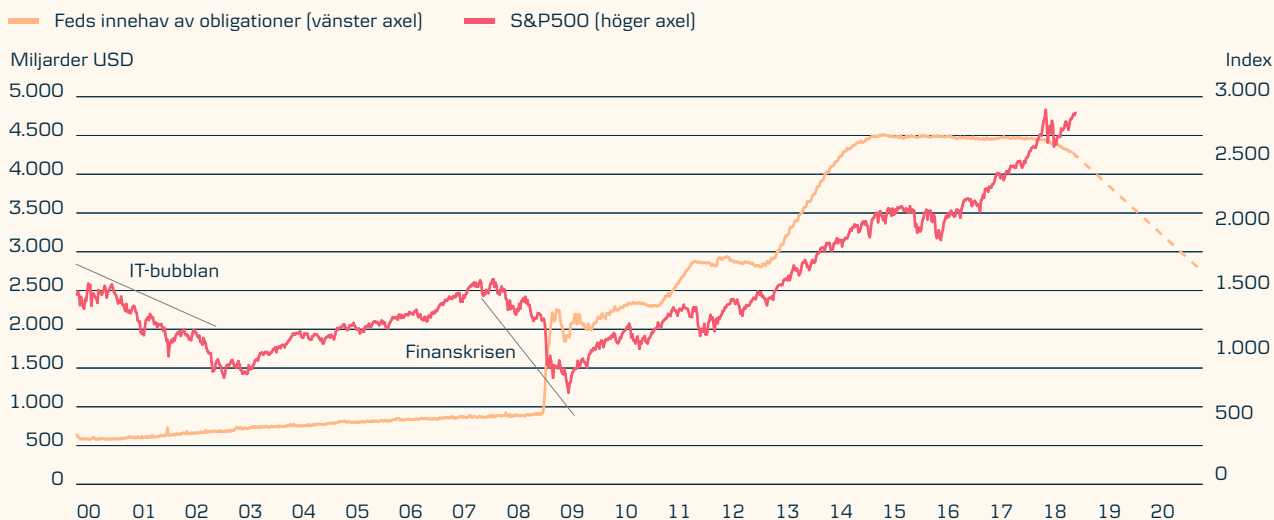
Den amerikanska tillväxten är förvisso stark och amerikanska aktier har utvecklats sig bättre än allt annat. Men

återigen: av samma anledning ser vi en ökad risk för en urholkning av potentialen samt att marknaden snart måste räkna med att handelskriget även når de amerikanska bolagen.

Den starka dollarn kompenserar förvisso för de höjda tullavgifterna i den amerikanska produktionen men samtidigt försvagas de amerikanska bolagens konkurrenskraft. Även om exportberendet är lågt i USA jämfört med många andra ekonomier, skall man komma ihåg att 43 procent av alla intäkter hos S&P500-bolagen genereras i utlandet.

Kan aktierna trotsa penningpolitiken?

I USA har amerikanska centralbanken (Fed) ända sedan finanskrisen skjutit in likviditet i ekonomin genom att köpa obligationer, och har idag ett obligationsinnehav på över 4 000 miljarder dollar. Detta har bidragit till att hålla igång ekonomin och lyfta aktiemarknaderna, men Fed har påbörjat sin avyttring och frågan är nu om de amerikanska aktiekurserna kan fortsätta uppåt samtidigt som Fed avyttrar sitt obligationsinnehav under flera år framöver och därigenom utarmar likviditeten i ekonomin.



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 förlusttålighet.
