

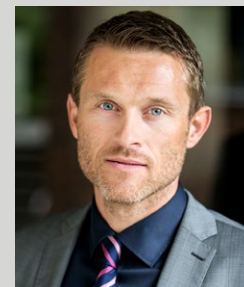


Danske Bank Wealth Management
Quarterly View Q3 2017
INSTITUTIONAL

Vi befinner oss i ett perfekt läge på de finansiella marknaderna

Höjdpunkter

Guldlock: guldläge för oss som investerare	2
Därför avtar medvinden för aktier framöver	4
Centralbankerna står inför ett dilemma	5
Den kinesiska kreditbubblan måste pysa ut långsamt	7
Aktier trotsar Trumps luftslott	8



Guldlock – guldläge för oss som investerare

Stabil ekonomisk tillväxt och låg inflation kan innebära att börsuppgången fortsätter, men räkna med lägre avkastning framöver.

Världsekonomin befinner sig i ett dröm-scenario, en s.k. Guldlocks-ekonomi, med låg inflation och en stabil tillväxt som ligger något över den nivå vi förväntar oss på lång sikt.

Både aktier och obligationer gynnas i den här miljön, men de mycket låga räntorna gör riskfyllda tillgångar som aktier mer intressanta än obligationer. Vi överviktar därför aktier och framför allt europeiska dito.

Vi räknar med att återhämtningen i världsekonomin fortsätter och att tillväxten under resterande del av 2017 och under 2018 kommer att ligga över den långsiktiga trenden. Samtidigt finns det inga tecken på ett ökat inflationstryck och det talar för fortsatta uppgångar på aktiemarknaderna.

Ett gyllene ekonomiskt läge

Tillväxten i världsekonomin, som varken

är för hög eller för låg, kan förlänga den ekonomiska återhämtningen. Samtidigt som vi har en tillräckligt hög tillväxt som understödjer företagens möjlighet att öka både omsättning och resultat, har vi också en tillräckligt låg tillväxt för att dämpa inflationstrycket vilket gör att räntorna och därmed kostnaden för att låna pengar hålls nere, vilket i sin tur stimulerar efterfrågan.

Riskerna för en å ena sidan överhettad ekonomi och å andra sidan en recession är därmed låga och det är något som framför allt gynnar aktiemarknaderna. Vi räknar dock inte med samma kursstigningar som under förra året eftersom den världsekonomiska tillväxten har nått toppen och den makroekonomiska statistiken därför inte längre överraskar i positiv riktning. Samtidigt har de ekonomiska förtroendeindikatorerna börjat plana ut i Europa,

USA och Kina, men det sker från höga nivåer, och indikatorerna indikerar fortsatt ekonomisk tillväxt. ▶▶

5-8 procent

Det är vår förväntade avkastning för globala aktier under de kommande 12 månaderna.



För närvarande har vi en övervikt i europeiska aktier.



Så länge den nuvarande Guldlocks-ekonomin kvarstår, anser vi att det är en dålig idé att som investerare se passivt på från åskådarplats.

►► Lägre avkastning för aktier framöver

En lägre ekonomisk tillväxt innebär dock lägre omsättning och lägre resultat för företagen, vilket begränsar potentialen för aktier och därför har vi reducerat vår övervikt i aktier från en relativt hög till en moderat dito. Under de senaste 12 månaderna har globala aktier genererat en avkastning på hela 20 procent (mätt i euro) och för de kommande 12 månaderna räknar vi med en lägre avkastning på cirka 5-8 procent. Det är dock fortfarande en bra avkastning om vi jämför med de låga räntorna på obligationer och så länge den nuvarande Guldlocks-ekonomin kvarstår, anser vi att det är en dålig idé att som investerare se passivt på från åskådarplats.

Utmaningen ligger naturligtvis i att förutspå när Guldlocks-ekonomin tar slut. Det är som bekant extremt svårt att förutsäga vändningar i konjunkturcykeln och den pågående uppgången liknar ingenting vi sett tidigare. Först och främst därför att vi penningpolitiskt

Därför är en Guldlocks-ekonomi attraktiv

- En Guldlocks-ekonomi är en ekonomi där tillväxten varken är för hög eller för låg, utan precis på den nivå som gör att ekonomin varken överhettas eller går in i recession. Samtidigt är inflationen låg så att centralbankerna kan föra en expansiv penningpolitik med låga räntor, vilket gynnar ekonomin.
- För marknaden är Guldlocks-ekonomin något positivt då både aktier och obligationer normalt sett stiger.
- Uttrycket Guldlocks-ekonomi kommer från sagan om Guldlock och de tre björnarna. Björnarna är inte hemma när Guldlock kommer till deras hus, så hon går in hon börjar äta deras gröt. Först smakar hon på björnpappans gröt, som är alldeles för varm, och sedan på björnmammans gröt, som är alldeles för kall. Björnungens gröt är dock alldeles lagom, precis som den ekonomiska tillväxten i en Guldlocks-ekonomi.
- Uttrycket Guldlocks-ekonomi kommer ursprungligen från artikeln "The Goldilocks Economy: Keeping the Bears at Bay", som skrevs 1992 av ekonomen David Shulman som då arbetade för investmentbanken Salomon Brothers.

befinner oss i okända farvatten: centralbankernas agerande, där man under de senaste åren har stimulerat ekonomin genom att köpa upp stora mängder obligationer för att hålla räntorna nere och likviditeten uppe, saknar historiskt motstycke.

Var beredd på när Guldlocks-ekonomin tar slut

När Guldlocks-ekonomin mattas av och kanske helt försvinner, kan vi räkna med större kursrörelser på börserna än under det senaste året och i ett sådant scenario är det ointressant om detta sker på grund av högre inflation eller avtagande tillväxt. Aktieaptiten kommer att minska oavsett och kraftiga förskjutningar mellan olika regioner och branscher kan uppstå. Det är därför viktigt med en bra

riskspridning i portföljen så att man inte drabbas onödigt hårt av nedgångar i enskilda sektorer eller regioner.

För obligationerna är bilden inte lika entydig. Om Guldlocks-ekonomin försvinner på grund av stigande inflation, kommer det att vara negativt för obligationer eftersom obligationspriserna faller när räntorna stiger. Om Guldlocks-ekonomin däremot försvinner på grund av att tillväxten sjunker kan däremot obligationspriserna stiga, även om avkastningspotentialen begränsas av de redan låga räntorna. Det finns en gräns för hur mycket räntorna kan falla från nuvarande nivåer, vilket också innebär att det finns en gräns för hur mycket obligationerna kan stiga.

Prognos: Bedömning av den ekonomiska tillväxten 2017/2018

% å/å	2017		2018	
	Danske Bank	Konsensus	Danske Bank	Konsensus
USA	2,0	2,2	1,9	2,3
Eurozonen	1,7	1,7	1,6	1,6
Japan	1,2	1,3	0,8	1,0
Kina	6,3	6,6	6,0	6,3
Globalt	3,2	3,3	3,1	3,3

Källa: Bloomberg och Danske Bank den 23.06.2017



Den europeiska ekonomin med Tyskland i spetsen visar fortfarande styrka, men förväntas precis som den amerikanska och kinesiska försvagas något framöver. Här inviger förbundskansler Angela Merkel en ny fabrik i Daimler-koncernen.



Därför får aktier mindre medvind framöver

En lägre vinsttillväxt kommer troligen dämpa optimismen på aktiemarknaden.

Företagens vinster har ökat och det är en stor del av förklaringen till att börserna har stigit under det senaste året.

Under de kommande 12 månaderna räknar vi dock med en lägre tillväxt i vinst per aktie, även kallad EPS-tillväxt (Earnings Per Share). Möjligen har första kvartalets tvåsiffriga EPS-tillväxt också fortsatt in i det andra kvartalet, där i synnerhet Europa gått bra. Jämförelsekvartalet (Q2 2016) var dock ett svagt kvartal och framöver kommer det att bli svårare att upprätthålla den höga tillväxten.

Aktiernas momentum avtar

Med den största accelerationen i den ekonomiska tillväxten bakom oss, är det svårt att se vad som kan driva upp företagens vinster i samma takt. Det finns fortfarande en osäkerhet kring oljepriset och det kan påverka investeringarna inom energisektorn.

Sammantaget talar mycket för att börserna kommer att få det lite svårare framöver, och därför räknar vi med en något lägre avkastning (5-8 procent) under de kommande 12 månaderna, att jämföra med 20 procent för de senaste 12 månaderna (räknat i euro). Momentum på aktiemarknaderna avtar, men vi räknar fortfarande med en hyfsad EPS-tillväxt, vilket ger stöd åt börserna.

Titta också på värderingen

Som investerare är viktigt att vara uppmärksam på aktiernas värdering. Just värderingen är inte något marknaden styrs av speciellt mycket just nu, men med ett relativt högt pris för framtida vinster (forward P/E) på 16,2 på globalt plan, kan det bli tungt för börserna om det kommer grus i maskineriet och

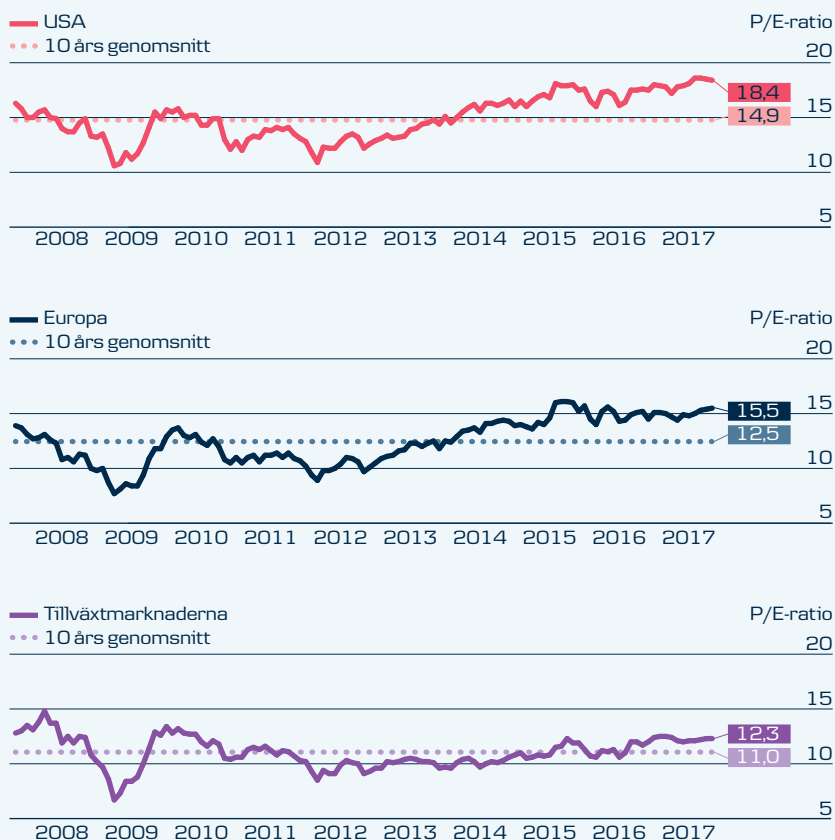
tillväxten avtar. Det här gäller särskilt i USA där värderingen är som högst.

Det är dock farligt att dra slutsatsen att en hög värdering innebär lägre avkastning framöver. Om resultaten

fortsätter att förbättras kan förhållandet mellan aktiekurserna och de förväntade vinsterna (P/E-talet) stabiliseras eller sjunka, som vi såg under perioden 2003-2008.

Aktier är relativt högt värderade historiskt sett

Sett ur ett historiskt perspektiv är aktierna i USA, Europa och på tillväxtmarknaderna relativt högt värderade. Forward P/E, det vill säga priset för framtida vinster, ligger väsentligt över genomsnittet för de senaste 10 åren.



Källa: Macrobond data för perioden 1 maj 2007 - 1 maj 2017



Janet Yellen

Befattning: Centralbankschef, Fed
 Bakgrund: Ekonom med en lång karriär vid centralbanken i USA och dessutom ekonomisk rådgivare till Bill Clinton.



Mario Draghi

Befattning: Centralbankschef, ECB
 Bakgrund: Ekonom och bankman som arbetat för bland annat Bank of Italy och Goldman Sachs.



Centralbanker står inför ett dilemma – risken för misstag ökar

Under de kommande kvartalen ser vi penningpolitiken som en källa till oro för de finansiella marknaderna.

Den amerikanska centralbanken, Fed, har ett tudelat penningpolitiskt mandat, där centralbanken dels ska se till att inflationsmålet på 2 procent nås, dels se till att skapa en hållbar och hög sysselsättning i USA.

- **ARBETSMARKNADEN** är urstark och det råder full sysselsättning. Det talar för penningpolitiska åtstramningar, dvs. räntehöjningar, för att undvika att arbetsmarknaden överhettats.
- **INFLATIONEN** är under 2 procent och inflationsförväntningarna är låga. Det talar för en expansiv penningpolitik som stimulerar efterfrågan och därmed pressar upp inflationen.

Fed anser dock att situationen på arbetsmarknaden är viktigare och räknar med att inflationen kommer att nå 2 procent på medellång sikt. Således höjde Fed räntan under mötet i juni och meddelade också en reduktion av de stora obligationsinnehaven som centralbanken köpt på sig under det s.k. QE-programmet (Quantitative Easing).

Inflation kan överraska marknaden – och Fed

De nuvarande låga räntorna på obligationsmarknaden antyder dock att investerarna inte delar Feds inflationsförväntningar och den senaste tidens nedgång i oljepriset kan sätta press på inflationen i nedåtgående riktning. Om

inflationen stiger som alltså Fed räknar med, kommer det därför att överraska investerarna. Då stiger marknadsräntorna och obligationspriserna faller, vilket kan skapa en viss oro på marknaden.

Om inflationen stiger ytterligare eller snabbare än Fed räknat med, kan det leda till ännu större turbulens. Då kan Fed tvingas dra ännu hårdare ▶▶

QE

”Quantitative Easing” är beteckningen för centralbankernas uppköp av obligationer för att stimulera ekonomin. Köpen pressar ner räntorna och ökar likviditeten på marknaden.

2%

Inflationsmålet för både ECB och Fed är två procent. Centralbankerna anser att ekonomin trivs bäst vid den här inflationsnivån.

Penningpolitiken stöder tillväxten och börserna

Trots osäkerheten kring den framtida penningpolitiken, gynnar den nuvarande fortsatt expansiva politiken de finansiella marknaderna. Den expansiva penningpolitiken i USA och Europa kommer antagligen fortsätta under det kommande året och det är positivt för både tillväxten och riskfyllda tillgångar som aktier.

►► i bromsen i form av räntehöjningar, vilket med stor sannolikhet kommer att skapa ännu större oro på marknaden och drabba riskfyllda tillgångar som exempelvis aktier negativt.

För närvarande finns det dock inget som talar för att Fed hamnar "behind the curve" och halkar efter marknadens



Den likviditet som oavsett konjunkturläge under flera år har gynnat riskfyllda tillgångsslag såsom aktier försvinner i och med försäljningen.

utveckling. Dilemmat med en mycket hög sysselsättning och låg inflation ökar dock risken för penningpolitiska misstag, där Fed antingen stramar åt penningpolitiken allt för lite eller allt för kraftigt. Det kan skada den ekonomiska tillväxten och slå hårt mot aktiemarknaderna.

Konsten att sälja obligationer för 4 500 miljarder dollar

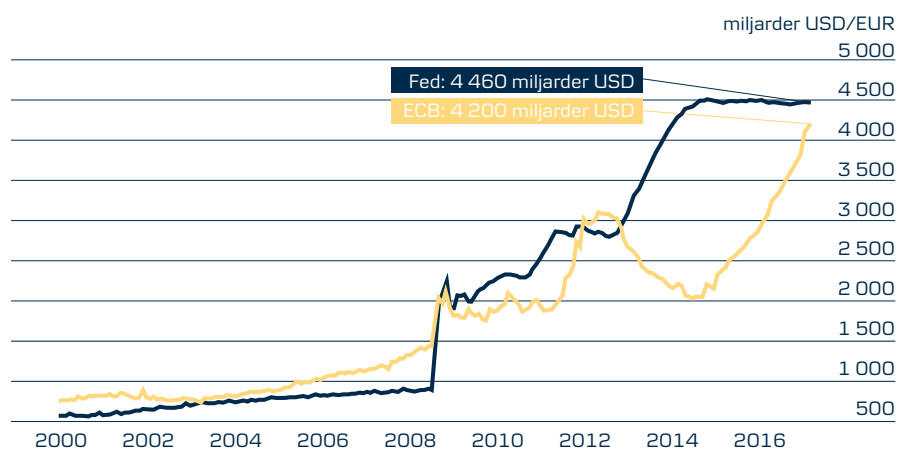
En annan stor utmaning för Fed är försäljningen av de obligationer som centralbanken köpte för att hålla räntorna nere och skapa likviditet på marknaden i syfte att öka den ekonomiska tillväxten.

Fed har köpt på sig amerikanska statsobligationer för cirka 2 500 miljarder dollar och bostadsobligationer för cirka 2 000 miljarder dollar och centralbanken har meddelat att man kommer att börja sälja av innehaven, dock utan att ange ett datum för när det kommer att ske.

Även om marknaden alltså är väl medveten om att det kommer en försäljning, betyder det inte att det

Centralbankerna har hamstrat värdepapper

Sedan finanskrisen har centralbankerna i Europa (ECB) och USA (Fed) köpt stora mängder obligationer för att stimulera ekonomin. Grafen visar den våldsamma utvecklingen i bankernas balansräkningar, och förr eller senare kommer obligationsinnehaven att säljas av och balansräkningar föras tillbaka till mera normala nivåer. Det här är något som kan skapa turbulens på marknaden.



Källa: Macrobond den 21 juni 2017

kommer att gå lugnt till. Den likviditet som oavsett konjunkturläge under flera år har gynnat riskfyllda tillgångsslag såsom aktier försvinner i och med försäljningen.

Vi anser att den viktiga frågan är huruvida investerarna uppfattar den

kommande försäljningen som räntehöjningar eller en minskning av överskottslikviditeten, vilket det i själva verket handlar om. Det sistnämnda bör inte ge anledning till oro, men om det däremot ses som räntehöjningar kommer obligationsräntorna att stiga.

Ny retorik från ECB kan ge högre räntor

Den Europeiska centralbanken står, precis som Fed, inför ett dilemma. Tillväxten är stark, men inflationen är låg. Till skillnad från Fed har dock ECB endast ett mål - en inflation på två procent. Inflationen ligger fortfarande under detta mål och trots den starka tillväxten saknar därför ECB utrymme att höja räntorna och lämna den negativa räntemiljön bakom sig. Det är hela är dock en fråga om tid och marknaden följer inflationsutvecklingen mycket noga.

ECB:s uppköpsprogram löper ut i slutet av året, så banken måste komma med någon information under de närmaste månaderna. Den stora frågan är vad ECB kommer att säga om en eventuell förlängning av obligationsköpen och om centralbanken kommer att annonsera framtida räntehöjningar. Vi räknar med att ECB förlänger sitt obligationsköpsprogram till minst halvårsskiftet 2018.

Med en tysk 10-årig ränta på 0,25 procent är det ganska uppenbart att ECB har lyckats förankra obligationsinvestering i en lågräntemiljö och det ökar risken för kraftigt höjda räntor när ECB ändrar sin retorik.

Den kinesiska kreditbubblan måste pysa ut långsamt

Håll ett öga på Kina som utgör den största makroekonomiska risken.

Vi anser att Kina utgör den största makroekonomiska risken under nästa år. I november får det kinesiska kommunistpartiets högsta organ (den sk politbyråns stående utskott) nya medlemmar. Det här kan mycket väl leda till ett ökat fokus på reformer, samt åtgärder för att få bukt med den explosiva kreditillväxt som landet har sett under de senaste åren.

Arbetet med kreditmarknaden har redan påbörjats med en åtstramning på penningmarknaden, men fram tills den nya ledningen är på plats är vi inte särskilt oroliga. Regeringen kommer att



Arbetet med att försiktigt punktera den kinesiska kreditbubblan kommer att intensifieras så att den inte plötsligt spricker med en stor knall.

göra allt för att inte skapa onödig turbulens, vilket innebär att den står beredd med ekonomiska stimulanser.

Osäkerhet vid horisonten

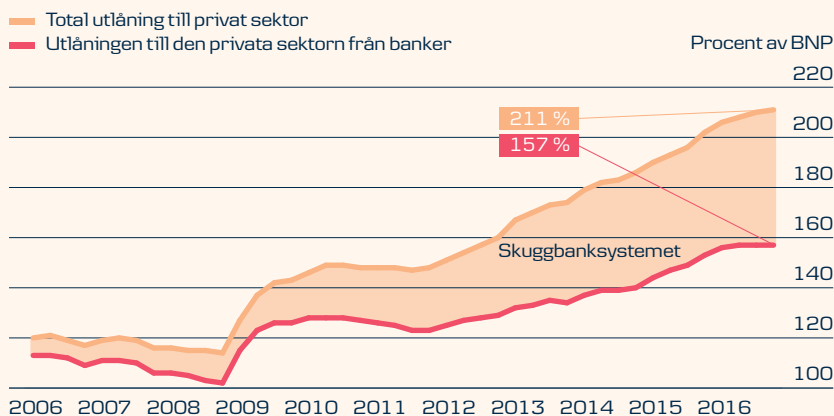
När ledningen är på plats kommer reformtempot sannolikt ökas, vilket på kort sikt kan sätta press på tillväxten. Det kan t.ex. vara reformer av statsägda zombieföretag, som på konstgjord väg hålls vid liv av offentliga medel, inte minst inom råvarusektorn. Dessutom kommer ännu mer arbete ägnas åt att få ekonomin att gå från investeringar och export till att styras av hushållens efterfrågan.

Efter hand har internationella investerare dock lärt sig att leva med det faktum att den ekonomiska tillväxten avtar i Kina. Landet har mognat och det



Kinesiska skulderna är skyhöga

I början av 2006 var den privata sektorns skuld 120 procent av Kinas BNP. Vid den senaste redovisningen i oktober 2016 hade siffran stigit till 211 procent. 157 procentenheter utgjordes av lån från banker, medan resterande 54 procentenheter är lån från andra finansiella företag – det s.k. skuggbanksystemet. Det här innebär en risk för den kinesiska ekonomin, eftersom skuggbanksystemet inte omfattas av samma regler som bankerna.



Källa: Macrobond.

är en naturlig utveckling att tillväxten avtar i takt med detta.

Trots detta kan en avtagande tillväxt som sker snabbare än väntat – eller blott rädslan för att så sker – utlösa en oro på marknaden. Det lärde vi oss under sommaren 2015 och i början av 2016, då aktiekurserna föll världen över, bland annat till följd av en oro för just den kinesiska tillväxten.

Kineserna måste hantera bubblan mycket varsamt

Förutom reformer räknar vi med att

man kommer att intensifiera arbetet med att försiktigt punktera den kinesiska kreditbubblan så att den inte plötsligt spricker med en stor knall. Detta är dock en riskabel operation, framför allt för att kreditgivningen från icke-banker har exploderat. Det finns en oro för att det kan få stora negativa konsekvenser för de finansiella marknaderna i Kina om regeringen angriper den här typen av utlåning, eftersom många företag använder lånen för investeringar på de finansiella marknaderna.



Donald Trump har ännu inte förmått genomföra de politiska förslag som marknaden såg fram emot.

Aktier trotsar Trumps luftslott

Donald Trump har ännu inte uppfyllt sina löften på det finanspolitiska området, vilket inte enbart är negativt sett ur marknadens perspektiv.

Som bekant aviserade Donald Trump stora finanspolitiska stimulanser under den amerikanska valkampanjen, framför allt i form av skattesänkningar och investeringar i infrastruktur. Ännu har dock inget hänt efter att han blev installerad som USA:s president i januari. Emedan Trumps vidlyftiga planer drev upp aktiekurserna omedelbart efter valresultatet, har hans efterföljande brist på faktiska åtgärder inte påverkat börserna särskilt mycket. Vi är inte speciellt förvånade över detta för oavsett Trumps politik sker en ekonomisk återhämtning som spelar en större roll

för marknaden i detta sammanhang.

På den inrikespolitiska arenan har Trump alltså haft svårt att få igenom sina förslag. Vi ser det som orealistiskt att en eventuell skattereform kan annonseras under 2017, och vi tror inte heller att hans storstilade infrastrukturinvesteringar kommer att genomföras.

Men Trumps brist på framgångar är inte enbart negativt sett ur marknadens perspektiv. Storskaliga finanspolitiska stimulanser i USA hade troligen lett till att Fed stramat åt penningpolitiken mer aggressivt, vilket hade kunnat avsluta Guldlocksekonomin i förtid. Utan

Trump's finanspolitiska stimulanser kan ekonomin sakta men säkert fortsätta att växa och återhämtningen kan pågå under en längre tid.

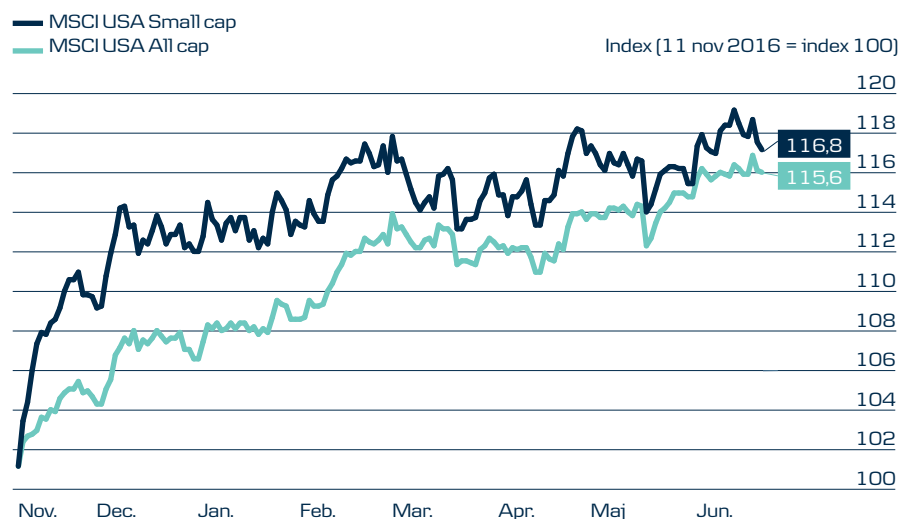
Vi har fortfarande det viktigaste valet i Europa framför oss

Även om det franska valet har minskat den politiska risken i Europa, så är den fortfarande inte borta. Det tyska valet den 24 september verkar vara en "done deal" efter att det nationalistiska och EU-kritiska Alternative für Deutschland knappast kommer i närheten av makten. Det ser dock anorlunda ut i Italien där Beppe Grillos Femstjärnerörelse enligt många opinionsmätningar blir så stort att partiet förmodligen kommer att ingå i regeringen.

Femstjärnerörelsen är ett EU-skeptiskt parti, så om partiet vinner kommer marknaden reagera negativt. Många italienare är EU-skeptiska och om Beppe Grillo utlyser en folkomröstning om EU-medlemskapet, finns det en stor risk för att italienarna röstar nej. Parlamentsval ska hållas senast våren 2018 och det kommer bli något av en rysare för finansmarknaderna.

Stark kursutveckling sedan valet

Den amerikanska aktiemarknaden har stigit sedan presidentvalet i november förra året, trots att Donald Trumps finanspolitiska stimulanser inte har blivit verklighet. De mindre amerikanska bolagen (Small Cap) ansågs bli mest gynnade av Trumps politik och de steg kraftigt efter hans valseger. Därefter har överavkastningen minskat jämfört med den amerikanska aktiemarknaden som helhet (All Cap).



Källa: Macrobond den 21 juni 2016. Avkastningen är total avkastning mätt i USD.

Kom alltid ihåg risken som investerare:

Utgångspunkten för den här publikation 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.

Danske Bank A/S
Holmens Kanal 2-12
1092 København K

Tlf. 33 44 00 00
CVR-nr. 61 1262 28-København
danskebank.com