



Danske Invest

EU-omröstningen i Storbritannien

2016

Investor brief



Chefsanalytikern: Så här tänker vi om Brexit

Det kommande EU-valet i Storbritannien den 23 juni är ett av skälen till att vi nyligen minskade andelen aktier i våra portföljer, och då särskilt andelen europeiska aktier.

-
- * Brexit är en betydande politisk risk under 2016
 - * Här är de europeiska aktier som kommer påverkas mest
 - * Vi behåller en liten övervikt i aktier

Danske Invest



Chefsanalytikern: Så här tänker vi om Brexit

Det kommande EU-valet i Storbritannien den 23 juni är ett av skälen till att vi nyligen minskade andelen aktier i våra portföljer och då särskilt andelen europeiska aktier. För att förstå vår syn på valet och dess olika möjliga konsekvenser måste man först förstå vår investeringsprocess och våra förväntningar på ekonomin.



Av Bo Bejstrup Christensen,
chefsanalytiker på
Danske Invest

Om jag hade räknat alla gånger som jag ombetts kommentera en politisk händelse, och hur den kommer att påverka marknaden, hade jag kommit till en bra bit över 1 000 gånger.

Sedan jag började i branschen har jag fått följa konflikterna mellan Nord- och Sydkorea, Ryssland och Ukraina, Kina och Taiwan, oroligheterna i Mellanöstern och nu senast flyktingkrisen i Europa. Dessutom kommer det regelbundet olika val och just nu är det amerikanska presidentvalet det allra viktigaste. Även om jag uppskattar att man frågar (och ibland tror att jag och mina kollegor vet svaret på nästan allt), så är det omöjligt att veta vad som kommer att hända. Vi har ingen direkt telefonlinje till regeringarna i Washington, Peking eller Moskva, och vi kan definitivt inte förutsäga valresultat.

Nu är det dags för britterna att folkomrösta om sitt medlemskap i EU, det som populärt kallat "Brexit". Och nu ringer telefonerna igen. Vad är vår syn på saken? Vad innebär det? Vad ska vi göra som fondsparare?

Det är investeringsprocessen som räknas

Innan vi försöker att svara på de här frågorna så måste vi ta ett steg tillbaka. Vi frågar oss (kanske lite provocerande) om dagens situation är mycket värre än på 1960-, 1970- och 1980-talet? Det är som om vi glömer att det nästan alltid sker stora politiska händelser. Kubakrisen, det kalla kriget och Sovjetunionens kollaps – bara för att nämna några exempel. Vi är helt eniga om att Europa står inför de största utmaningarna på riktigt länge, men som investerare måste vi komma ihåg att när vi tittar på den historiska avkastningen på aktier, så har aktiemarknaden gett oss den här avkastningen trots dessa stora historiska händelser. Så lektion nummer ett för långsiktiga investerare måste bli att i första hand ta det lugnt.

Nåväl, dessa händelser skapar rubriker vilket ökar svängningarna på marknaden. Och om vi tar på oss de kortsiktiga glasögonen så går det att skapa avkastning förutsatt att man bedömer riskerna på rätt sätt. Men ärligt talat, vem kan det? Det är väldigt få som kan förutse de faktiska resultaten och konsekvenserna och ännu färre som kan se till att de har rätt exponering.

Om vi snabbspolar framåt till den kommande EU-folkomröstningen är det intressant att notera att den brittiska börsen, trots den uppenbara politiska risken, har gått väldigt bra i jämförelse med andra börser om vi ser till



Om britterna väljer att lämna EU så går världen inte under. Däremot kommer vi att ställas inför en lång period av politisk osäkerhet vilket kommer att påverka tillväxten negativt.

avkastningen i lokal valuta. Det leder oss in på lektion nummer två. Vid varje tidpunkt är det flera faktorer som spelar in vilket gör att man som investerare kan hamna fel om man inte ser helheten.

I goda tider betyder eventrisken mindre

I goda tider är den så kallade eventrisken lägre, det vill säga att risken med enskilda händelser har lägre betydelse. Och det innebär att vi kommit fram till lektion nummer tre, som också är vårt kanske viktigaste budskap, vilket är: "Glöm" den politiska risken och håll fast vid din investeringsprocess. När vi försöker skapa meravkastning för våra kunder genom att löpande justera risken i portföljerna följer vi en noggrann process. I den här processen ingår exempelvis värdering, vår bedömning av det penningpolitiska läget och den globala ekonomiska tillväxten. Och om aktier är lågt värderade så betyder det att många risker är "inräknade i priset." Men det som ►►

►► är helt avgörande för oss är den globala tillväxten, det vill säga om den ekonomiska tillväxten ökar eller minskar. Historiskt sett har riskfyllda tillgångar som aktier och företagsobligationer gett bäst avkastning när tillväxten ökar.

Om vi exempelvis räknar med att tillväxten ökar de kommande månaderna, tar vi inte lika stor hänsyn till eventrisken när vi bedömer den framtida avkastningspotentialen och risken. Det kan mycket väl vara så att Donald Trump eller Hillary Clinton säger något märkligt imorgon, eller Putin skramlar med vapnen i övermorgon, men att det veckan därefter kommer stark amerikansk statistik. Och sedan ännu mer bra siffror. God ekonomisk statistik brukar överskugga de händelser som alltid dyker upp längs vägen. Och världen kommer så småningom att vänja sig vid den nya situationen. Konflikten i Ukraina dominerade rubrikerna till en början men har nu hamnat i bakgrunden. Inte för att konflikten är löst utan därför att vi vant oss vid den.

Omvänt så kommer det alltid ny ekonomisk statistik och så länge den är positiv, så kommer marknaden välja att fokusera på statistiken och glömma

de stora händelserna. Vi var exempelvis tungt exponerade mot europeiska aktier under våren 2015 trots krisen i Grekland. Huvudorsaken var ganska enkel. Vi ansåg att pessimismen under hösten 2014 var alltför stor, samtidigt som vi såg att den europeiska tillväxten skulle stiga under våren 2015.

Väldigt få händelser får en bestående effekt

Det leder oss fram till lektion nummer fyra – hur mycket påverkar de enskilda händelserna ekonomins utveckling? Det är mycket svårare att svara direkt på eftersom händelserna i sig själva är mycket svåra att förutse. Men även här stöter vi på vad vi anser vara en missuppfattning. De flesta händelser har ingen betydelse för den ekonomiska tillväxten på lång sikt. Här har vi ett exempel just nu – konflikten i Ukraina. När EU införde sanktionerna mot Ryssland skadade det ekonomin och vi underskattade själva hur hårt sanktionerna skulle drabba den tyska exporten. Men det var bara tillfälliga nedgångar i tillväxten.

Tänk dig exempelvis att Mercedes exporterar 100 bilar till Ryssland. Så kommer sanktionerna. Försäljningen i

Ryssland faller till noll och Mercedes blir tvungna att minska produktionen med 100 bilar. Det påverkar tillväxten. MEN – även om sanktionerna inte försvinner, så anpassar sig Mercedes till den nya verkligheten. När produktionen minskat med 100 enheter är det över och sedan skapas tillväxt på andra marknader, även om försäljningen till just Ryssland blir kvar på noll.

Den här insikten är helt avgörande för att förstå vår investeringsprocess. Eftersom vi (och marknaden) fokuserar på förändringar i tillväxten, får politiska händelser endast tillfälliga effekter. Och ganska snart börjar marknaden återigen fokusera på vad som verkligen är viktigt – vinsttillväxt och värdering.

Med allt det sagt går vi vidare till lektion nummer fem. Vi har många olika kunder med många olika behov. Även om vi har ett huvudscenario med stigande global tillväxt, finns det alltid dels en risk för att vi har fel, och dels en risk för att händelserna helt enkelt överskuggar den ekonomiska statistiken. Därför är vår bedömning av en viss händelse, alltid en kombination av våra förväntningar på den globala ekonomin och de risker som huvudscenariot innebär. Och för ►►

SVAGARE BRITTISKT PUND

Fig. 01

Sedan november 2015 har det brittiska pundet (GBP) försvagats med drygt 10 procent gentemot euron (EUR).

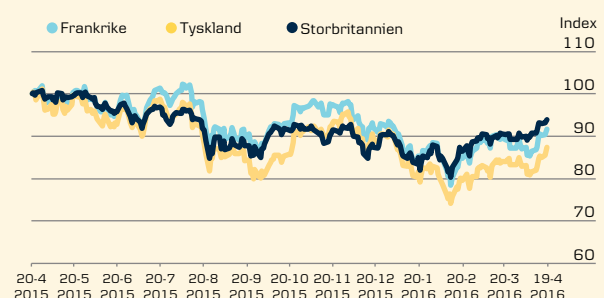


KÄLLA: Bloomberg, GBP/EUR för perioden 20 april 2015 - 19 april 2016.

STABILA BRITTISKA AKTIER

Fig. 02

Trots osäkerheten om Brexit har brittiska aktier gått bättre än tyska och franska aktier (räknat i lokal valuta).



KÄLLA: MSCI-index, brutta, lokal valuta, för perioden från 20 april 2015 (index = 100) till 19 april 2016. Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning och avkastningen kan bli negativ.



►► de kunder där vi fokuserar på att skydda kapitalet, har vi vanligtvis en mer defensiv placeringsstrategi vid större händelser.

Brexit – en väsentlig politisk risk 2016

Tillbaka till verkligheten – och tillbaka till idag. Vi kan inte förutsäga resultatet av den kommande folkomröstningen i Storbritannien. Det enda vi kan göra är att bedöma olika scenarier. Och innan vi kör Brexit genom vår femstegsraket är det viktigt att vi förstår varför Storbritannien ska rösta om EU. Många menar att det beror på en utbredd skepsis till EU bland britterna, men det är ju ingen nyhet. Att omröstningen sker just nu beror först och främst på att Cameron lovat sina partikamrater att det skulle bli en folkomröstning om han blev premiär-



Brexit är en av anledningarna till att vi dragit ner på andelen aktier och då framförallt europeiska aktier – för att ta hänsyn till risken för en ny politisk verklighet.

minister. Han gjorde det för att säkerställa stabiliteten i det konservativa partiet och för att stärka sitt ledarskap. När löftet gavs verkade utgången som en självklarhet – Cameron blev ju premiärminister i en konservativ regering.

Men nu ska priset betalas och EU-skeptikerna vädrar framgång. Framstående konservativa politiker har anslutit sig till "vote leave"-lägret, bland annat Londons karismatiske borgmästare Boris Johnson. Om Cameron förlorar omröstningen kommer hans ledarskap att försvagas och partiets EU-kritiska röster får övertaget. Det finns också risk för en direkt

ledarskapskonflikt där det kan uppstå splittring när britterna ska förhandla fram nya avtal med EU. EU:s position är också svår att förutse, men vi tror inte att EU kommer vara så medgörliga att britterna ensidigt kommer kunna välja den sorts samarbete de vill ha. Dessutom ska vi komma ihåg att Skottland vill stanna kvar i EU. Vi ser alltså framför oss en utdragen period av hög politisk osäkerhet och då i första hand i Europa.

Världen överlever, men osäkerheten kan öka

Oavsett så kommer Brexit alltså inte innebära att världen går under – och därmed är vi tillbaka till lektion nummer ett. Det här är ingen systemkris där det europeiska banksystemet kraschar eller där handeln mellan Storbritannien och alla andra länder kommer upphöra. Istället måste vi gå till steg två, tre och fyra och se på det hela i ett större perspektiv. Osäkerheten kommer utan tvekan påverka den brittiska tillväxten och Bank of England kommer göra allt den kan för att stödja tillväxten och den finansiella stabiliteten. Det kommer innebära låga räntor och hög likviditet under lång tid framöver.

Om vi dessutom tar hänsyn till det senaste årets brittiska handelsunderskott på 40 miljarder pund, så innebär det att brittiska pundet kommer att försvagas ytterligare om Storbritannien lämnar EU. Det kommer således finnas både vinnare och förlorare på den brittiska sidan, vilket i sin tur är en av orsakerna till att den brittiska aktiemarknaden hittills klarat sig ganska bra. På global nivå kommer tillväxten inte påverkas nämnvärt. Trots det har vi nyligen valt att dra ner på andelen aktier i våra portföljer på grund av bland annat Brexit. Värderingen av globala aktier är inte längre lika attraktiv som när vi köpte aktier i januari. Men framför allt tror vi att den kinesiska tillväxten börjar närma sig

toppen och att den sedan kommer börja falla. Samtidigt tror vi att den amerikanska ekonomin fortsätter att vara stark och att den amerikanska centralbanken därför kommer att fortsätta höja räntan. Eftersom marknaden knappt räknar med ens en enda höjning i år medan vi räknar med två (och än fler under 2017), tror vi att kombinationen av lägre tillväxt i Kina och högre amerikanska räntor kommer att vara negativ för de globala aktiemarknaderna.

Eventrisken kan leda till större svängningar framöver

Med en lägre kinesisk tillväxt och en förändrad amerikansk penningpolitik kan händelser som den brittiska folkomröstningen i juni och det amerikanska presidentvalet senare i år leda till ökad volatilitet på marknaden. Det innebär att förhållandet mellan avkastning och risk inte blir lika attraktivt och därför har vi valt att sälja av en del aktier, och då särskilt europeiska aktier. Och med det kommer vi till det sista steget i vår femstegsraket. Om britterna väljer att lämna EU kommer det förmodligen drabba europeiska aktier hårdast på kort sikt. Troligen kommer även pundet och euron att försvagas gentemot andra valutor.

Så låt oss därmed sammanfatta och svara på de vanligaste frågorna: Vi vet inte hur det kommer gå i valet, men om britterna väljer att lämna EU så kommer världen inte gå under. Istället kommer vi att ställas inför en lång period av politisk osäkerhet vilket kommer att vara negativt för tillväxten. Det innebär lägre räntor och svagare valutor i Europa och det kommer hända samtidigt som den globala ekonomin står inför en del utmaningar. Brexit är därför en av anledningarna till att vi dragit ner på andelen aktier och då framför allt europeiska aktier – för att ta hänsyn till risken för en ny politisk verklighet. Totalt sett har vi dock fortfarande en liten övervikt aktier och det beror på att vi är i grunden positivt inställda till den globala ekonomin.

Friskrivningsklausul:

Danske Invest har tagit fram det här materialet i informationssyfte och materialet ska inte ses som investeringsrådgivning. Du bör alltid diskutera eventuella investeringsbeslut som grundar sig på denna information med din investeringsrådgivare.