



Danske Bank Asset Management
Quarterly House View Q1 2019
INSTITUTIONAL

År 2019 lägger vi äntligen finanskrisen bakom oss

Efter nästan ett årtionde som präglats av finanskrisen är världsekonomin på väg att normaliseras igen. Både på gott och ont. Efter ett ovanligt skakigt år förväntar vi oss en god avkastning på aktier det kommande året, och tror att det råder en överdriven oro för recession. För obligationer ser det däremot inte lika ljus ut.

Danske Bank

Handelskriget mellan Kina och USA har påverkat den kinesiska tillväxten negativt under året. Vi förväntar oss dock en god vinsttillväxt i kinesiska bolag under 2019, och till följd av kursröset har värderingarna blivit mer attraktiva.

Aktiemarknaden har mer att ge under 2019

De finansiella marknaderna beter sig som om en ekonomisk recession står runt hörnet, men vi delar inte den utbredda oron utan ser intressanta möjligheter på aktiemarknaden under 2019. Vi fokuserar framför allt på Asien och kvalitetsaktier.

När kommer då nästa lågkonjunktur? Detta har varit årets mest ställda fråga. Utifrån utvecklingen på finansmarknaderna sedan i början av oktober har många investerare börjat positionera sig inför en recession.

Hittills i år har ett globalt aktieindex gett den sämsta avkastningen sedan finanskrisens slut, och det ser inte så mycket bättre ut för räntebärande tillgångar.

Det finns många goda förklaringar till varför globala aktier just nu har en

negativ avkastning sedan årets början; ny regering i Italien och budgetutmaningar för EU, osäkerhet runt Brexit, amerikanskt mellanårsval, handelskrig mellan primärt USA och Kina och inte minst stigande globala räntor till följd av en normalisering av den amerikanska penningpolitiken.

Stigande räntor är den främsta orsaken till att vi under 2018 har upplevt hela två kraftiga rekylar på aktiemarknaden, med kursfall i storleksordningen 10 procent, och det är absolut inte normalt. Historiskt har vi haft den här typen av korrigering en gång om året medan kursnedgångar på runt 5 procent är mer vanliga. Dessa ser vi i genomsnitt tre av per år.

Jag vill ändå understryka att 2018 kanske inte har varit så onormalt som många tror. Innan korrigeringen i februari hade vi haft hela 572 dagar utan en enda 3-procentig nedgång på aktiemarknaden. Detta är högst ovanligt eftersom aktiemarknaden har en unik egenskap som kallas för *mean reversion*. Det innebär att aktiemarknaden hela tiden söker sig tillbaka till sin historiska genomsnittliga avkastning. I ►►



Av Anders Svennesen,
CIO på Danske Bank Asset Management.

Förväntad avkastning
globala aktier

7-9 %

de närmaste 12 månaderna
mätt i lokal valuta.



Övervikt i
aktier



Undervikt i
obligationer



Vi kan helt enkelt inte tolka den aktuella utvecklingen på ett sätt som tyder på att vi står inför en recession 2019.

ljuset av detta är de två 10-procentiga nedgångarna mer normala efter aktie-marknadens långa uppgång.

Övervikt aktier, undervikt obligationer

Den viktigaste slutsatsen som vi kan dra är ändå att årets börsnedgång signalerar ett recessionsliknande tillstånd i en tid då vi inte befinner oss i en ekonomisk lågkonjunktur. Vi står fast vid vår positiva syn på aktier och rekommenderar en övervikt gentemot obligationer. Vi justerar ned våra avkastningsförväntningar till 7-9 procent i lokal valuta de kommande 12 månaderna. Detta ska

dock ses i ljuset av att vi förväntar oss ökade kursrörelser i takt med att den globala penningpolitiken blir allt mindre expansiv.

Kort sagt förväntar vi oss att 2019 blir mer normalt än 2018. Det historiska penningpolitiska experimentet där centralbankerna har köpt obligationer för enorma belopp håller på att avslutas. Den amerikanska centralbanken, Fed, är inne i en räntehöjningscykel och i juni 2019 förväntar vi oss att styrräntan kommer att vara neutral, det vill säga nå 3 procent där den varken stimulerar eller bromsar ekonomin. Ju mer vi närmar oss den tidpunkten desto

mer ökar osäkerheten om Feds framtida penningpolitik, något som i sin tur ökar risken för större kursrörelser på finansmarknaderna.

På europeisk nivå förväntar vi oss att Europeiska Centralbanken, ECB, följer efter. Först genom att avsluta obligationsköpen nu vid årsskiftet och därefter genom att höja räntan under hösten 2019, för första gången sedan 2011.

Förväntat tufft år för obligationer

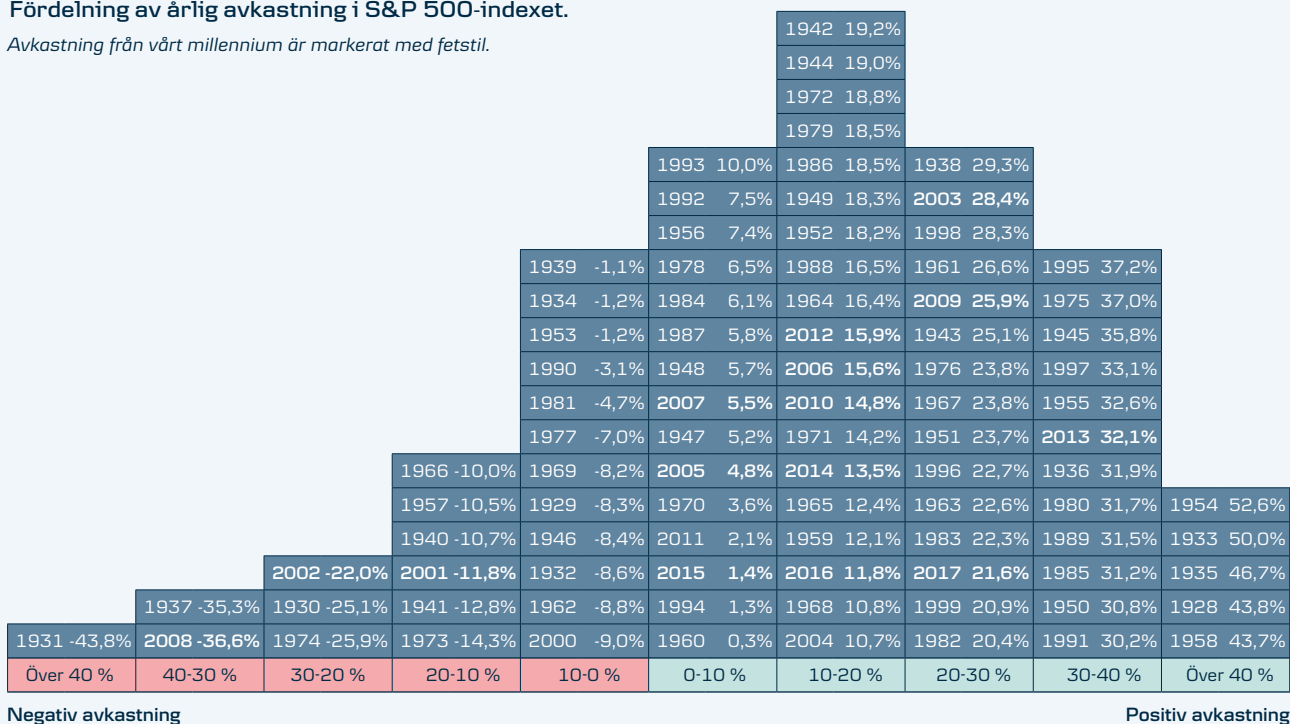
När den penningpolitiska miljön skiftar är det helt naturligt att det sätter sina spår på marknaden. Då behöver ►►

År 2018 har varit en besvikelse, men det är inget ovanligt

Hittills i år har globala aktier gett en negativ avkastning på omkring 2-3 procent. De senaste åren har vi vant oss vid att börsen ständigt tycks stiga, men tillfälliga kursnedgångar är inget ovanligt. Om vi tittar på amerikanska aktier (S&P 500) har 30 procent av åren sedan 1928 gett en avkastning i intervallet -10 till 10 procent. Det framgår av nedanstående bild som visar fördelningen av alla årsavkastningar. 27 procent av åren har avkastningen varit negativ.

Fördelning av årlig avkastning i S&P 500-indexet.

Avkastning från vårt millennium är markerat med fetstil.





Den amerikanska ekonomin har just nu medvind med en stark arbetsmarknad där det finns fler arbetstillfällen än arbetslösa. Något som å andra sidan pressar upp lönerna.

investeringarna landa i den nya verkligheten. Stora förändringar av ekonomiska förutsättningar går aldrig obemärkt förbi och vi tror att det är just det som har hänt i år. Ett årtionde efter finanskrisen håller världsekonomin på att stabiliseras, och en ny verklighet håller på att etablera sig i vårt medvetande.

Den enda väg vi kan se för räntorna nästa år är uppåt. Det begränsar avkastningspotentialen för statsobligationer och de kommande 12 månaderna kan vi sannolikt inte förvänta oss en positiv avkastning. Det innebär konkret att vi förväntar oss att den amerikanska 10-åriga räntan kommer att stiga till 3,5 procent under 2019. Den tyska räntan förväntas följa efter och stiga till 0,9 procent, vilket även trycker upp de nordiska räntorna. Sammanfattningsvis förväntar vi oss att nordiska och europeiska statsobligationer ger en avkastning på mellan -2 och 0 procent de kommande 12 månaderna. Så även om vi har något lägre förväntningar på aktieavkastningen än tidigare, tror vi

fortfarande att aktier kommer att ge en högre avkastning än obligationer.

År 2019 tar vi två steg framåt och ett tillbaka

Vår positiva syn på aktier bottnar i våra förväntningar på att den globala tillväxten fortsätter även nästa år. Vi kan därför inte stämma in i den allmänna recessionsoron som präglar aktiemarknaderna just nu. Vi erkänner att det finns många bra anledningar till att oro och kursrörelser ökat i år. Ur vårt perspektiv kommer dock börsen att fortsätta uppåt under 2019, men i samma stil som hittills i år; två steg framåt och ett tillbaka.

De fundamentala ekonomiska förhållandena är, oavsett hur vi vänder och vider på det, fortsatt solida och stödande. Hög tillväxt kombinerat med en historiskt låg arbetslöshet i USA och fortsatt potential i Europa, låg inflation, som visserligen är på väg uppåt, men inte i en takt som oroar. Vi förväntar oss fortsatt god vinsttillväxt i företagen och den senaste tidens kursnedgång



Ur vårt perspektiv kommer dock börsen att fortsätta uppåt 2019, men i samma stil som hittills i år; två steg framåt och ett tillbaka.

har dessutom gjort att framför allt amerikanska aktier nu är mer rättvist värderade.

Det här är inte någon unik information. Det är hur vi tolkar informationen vi får som utgör skillnaden, och vi kan helt enkelt inte tolka den aktuella utvecklingen på ett sätt som tyder på att vi står inför en recession 2019. Men om vi har fel, och en lågkonjunktur väntar kommer den att komma gradvis och vara oförutsägbart, precis som det brukar vara.

Våga satsa på aktier

Många investerare har fortfarande finanskrisen färsk i minnet, vilket gör att fokus felaktigt kan ligga på att bevara kapital istället för att skapa avkastning. Det är helt naturligt. Ungefär som med en riktigt god gräddtårta – vi vet att den är god, men även att det är farligt att äta för mycket. Medan vi på 00-talet inte lyckades hålla fingrarna i styr befinner vi oss nu i en situation där vi inte vågar ta några risker på grund av de potentiella konsekvenserna. Vi människor oroar oss nämligen mer för förluster än vi gläder oss åt vinster.

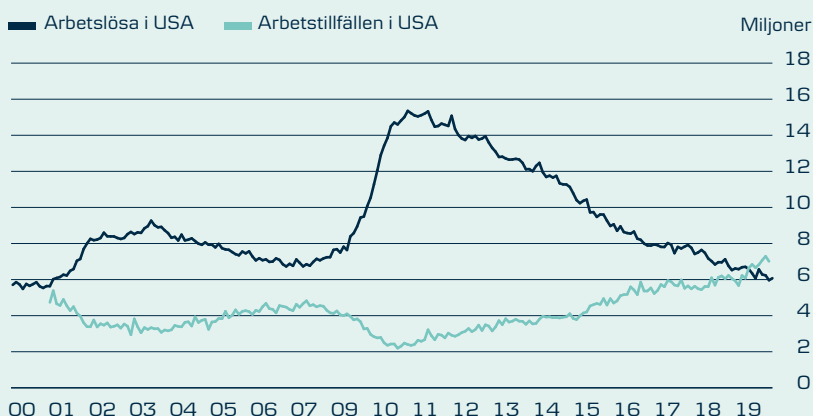
Om vi ser på det rationellt är det dock svårt att motivera oron. Ur ett historiskt perspektiv är det väldigt få larmklockor som klämtar för en recession.

Om den ekonomiska tillväxten har toppat och räntorna har lämnat botten är det helt naturligt att investeringarna ifrågasätter värderingen på aktiemarknaden, något den senaste tidens ►►

Historiskt stark amerikansk arbetsmarknad

Antalet arbetstillfällen i USA är nu fler än antalet arbetslösa, något som historiskt sett är unikt. Det innebär att alla amerikaner kan hitta ett jobb, förutsatt att de har rätt kvalifikationer.

Arbetslösa och arbetstillfällen i USA



kursnedgång ger uttryck för. Samtidigt är det mänskligt att överreagera. Det positiva med börsnedgången är att även värderingarna har fallit, vilket gör att aktier är mer attraktivt värderade när vi går in i nästa år.

Fokus på Asien och kvalitetsaktier

Danske Bank har en övervikt i asiatiska aktier. Framför allt kinesiska aktier har fallit kraftigt i år och värderingarna är låga, speciellt i relation till den förväntade vinststillväxten 2019. Handelskonflikten mellan USA och Kina är en uppenbar anledning till kursrasen, men det ser ut som om konflikten är på väg att mjukas upp, då dialogen har återupptagits.

Vi tror att det finns en hög sannolikhet för att Kina och USA lyckas enas om ett handelsavtal under 2019, även om man ska komma ihåg att den här typen av förhandlingar tar tid. Vi ska inte heller blunda för vad som driver Donald Trump. Han är mån om den ekonomiska tillväxten och aktiekurserna, och här har handelskriget hittills haft

en negativ effekt. Både Kina och USA kan därför bli mer benägna att förhandla, och en vapenvila kan räcka för att de asiatiska marknaderna ska ta igen förlorad mark.

Vi fokuserar också på de asiatiska konsumenterna. Världens medelklass förväntas växa med runt en miljard människor under det kommande decenniet, och nästan 90 procent av dem uppskattas bo i Asien. Denna megatrend kommer att skapa intäkter för bolag med verksamhet inom konsumtion, fritid, försäkringar och ny teknik. Eftersom värderingarna har sjunkit i år rekommenderar vi att investerarna ser detta som ett tillfälle att bygga upp en långsiktig exponering mot Asien.

Mot bakgrund av ökad volatilitet rekommenderar vi samtidigt en mer defensiv portfölj av europeiska aktier med fokus på kvalitetsbolag. Här har vi idag en bredare exponering mot europeiska aktier. Kvalitetsaktier är bland annat bolag med en stabil intäktstillväxt, en låg skuldsättning och stabila utdelningar över en konjunkturcykel.



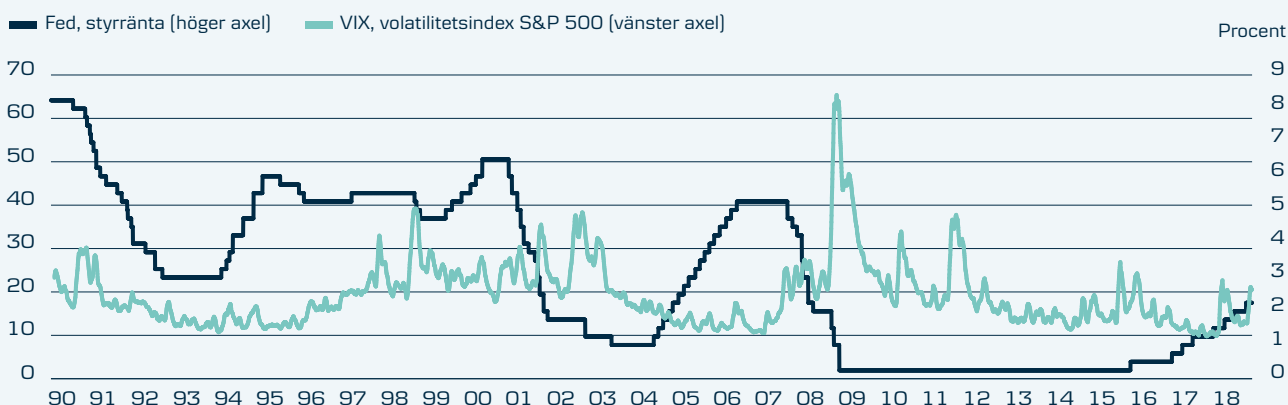
Under 2018 har vi upplevt hela två kraftiga rekyler på aktiemarknaden, med kursfall i storleksordningen 10 procent.



Räntehöjningar kan öka volatiliteten år 2019

Perioder då den amerikanska centralbanken (Fed) har höjt räntan har historiskt medfört en högre volatilitet på börsen. Det innebär större kurssvängningar, men det dröjer innan räntehöjningarna slår igenom på ekonomin och påverkar företagens intäkter. Fortsätter Fed höja räntan nästa år kan det leda till högre volatilitet.

Samband mellan ränta och volatilitet i S&P 500





Att konsumtionen ökar samtidigt som konsumenterna sparar i både USA och Europa, är ett tecken på att högkonjunkturen kan överraska med att hålla i sig längre än vi tror.

9 orsaker till att vi inte förväntar oss en lågkonjunktur under 2019

Det finns ett antal faktorer som brukar ge de första indikationerna på att en recession är på väg, men just nu lyser inga lampor rött. Helt säkert kan man förstås inte vara, eftersom historien inte nödvändigtvis säger något om framtiden.

- 1. Räntekurvan** som visar skillnaden mellan kort och lång ränta brukar alltid plana ut innan en recession. Utplaning kan dock pågå under lång tid och det är först när kurvan är inverterad, det vill säga när de korta räntorna är högre än de långa räntorna, som en lågkonjunktur historiskt har följt. Räntekurvan är fortfarande i positivt territorium i USA. Just nu är skillnaden mellan den 2- och 10-åriga räntan 0,25 procentenheter, och Danske Bank förväntar sig att skillnaden minskar till 0,1 procentenheter de kommande 12 månaderna, det vill säga ingen invertering. Även när eller om kurvan inverterar har det historiskt dröjt 10-12 månader tills S&P 500-index toppat.
- 2. Spreaden**, det vill säga ränteskillnaden mellan statsobligationer och high yield-obligationer i USA har historiskt alltid stigit kraftigt innan en recession. Historiskt har spreaden varit mellan 2 och 5 procentenheter när recessionen inträffat, och den har börjat öka ungefär två år dessförinnan. Just nu har denna räntespread ökat med omkring 1 procentenhet sedan bottennivån före oron i oktober. Förståeligt nog är det en av de indikatorer som har gjort många investerare bekymrade, men vi ser än så länge inte att detta är ett varningstecken.
- 3. Realräntorna** är fortfarande för låga för att förebygga en recession. De senaste 60 åren har vi inte haft en enda lågkonjunktur då realräntan varit under 1,8 procent. Just nu ligger de korta amerikanska realräntorna – det vill säga räntan minus inflationen – långt under 1 procent. Det råder däremot inga tvivel om att penningpolitiken stramas åt och att avvecklingen av de stora obligationsköpsprogrammen har effekt på marknaderna.
- 4. Konsumenter i USA och Europa sparar.** Den ökade privata konsumtionen drivs inte av ökad skuldsättning som det såg ut i USA före finanskrisen, utan är snarare ett tecken på att högkonjunkturen kan överraska oss genom att fortsätta längre än vi trott. Baksidan av myntet är att företagets skuldsättning har vuxit, och nu utgör en stigande risk framför allt i Kina. Det ökade privata sparandet skapar dock en buffert i ekonomin, som gör att nästa nedgång inte bör bli lika hård och djup som under finanskrisen, då hela korthuset rasade samman. Även konsumentförtroendet är stabilt, vilket hänger samman med utvecklingen på arbetsmarknaden. Kort och gott krävs det en rejäl kapp i hjulet för att rubba privatkonsumtionen.
- 5. Aktiviteten på bostadsmarknaden** har börjat visa svaghetstecken i USA. Det är dock en otroligt räntekänslig marknad och det är därför väntat att Feds räntehöjningar får effekt. Vi följer utvecklingen noga men den minskade byggaktiviteten ska också sättas i relation till bristen på arbetskraft, och att skattereformen minskat storleken på ränteavdragen. Bostadspriserna visar inte på några di ►►



När de långa räntorna stiger mycket på kort tid, så som skedde i februari och i oktober, skapar det alltid osäkerhet och oro.

rekta svaghetstecken men prisuppgången tycks ha planat ut, vilket innebär att även de positiva förmögenhetseffekterna minskar. Bostadspriserna brukar toppa 15 månader innan S&P 500 når sin topp.

6. **Arbetslösheten** har historiskt bottnat ur och börjat stiga, innan S&P 500 når toppen. Vi ser inga tecken på ökad arbetslöshet i USA. Snarare ser vi att det finns rekordmånga lediga jobb. Så många, att alla arbetslösa amerikaner skulle kunna få ett arbete idag bara de hade rätt kvalifikationer.
7. **Företagens vinster** brukar toppa när de är 30 procent högre än det långsiktiga genomsnittet. Just nu tjänar amerikanska bolag bara 13 procent mer än "normalt", och bortser vi från effekterna av skattereformen är vinsterna bara 6 procent högre.
8. **De långa räntorna** stiger av rätt anledning och söker efter den nivå som faktiskt speglar de goda ekonomiska förhållandena, efter ett årtionde av konstgjort låga marknadsräntor. Ränteuppgången i USA de senaste månaderna beror inte på rädsla för inflation, utan på att tillväxten är stark. Så länge uppgången beror på solida tillväxtutsikter och inte skenande inflation, bör varken aktiemarknaden eller ekonomin ha några problem att hantera högre räntor. När de långa räntorna stiger mycket på kort tid, så som skedde i februari och i oktober, skapar det alltid osäkerhet och oro. Med största sannolikhet kommer vi att få uppleva fler perioder som dessa. När marknaden ska anpassa sig till nya förhållanden sker det sällan lugnt och stilla. Risken finns att centralbankerna kan begå policymisstag, vilket gör investerarna nervösa och ökar rörelserna på aktiemarknaden.
9. **Centralbankerna** är de som oftast orsakat lågkonjunkturer. 29 av de senaste 45 recessionerna i G7-länderna har startat i samband med att penningpolitiken stramats åt. Därför kommer det inte som en överraskning att Feds prognoser om fortsatta räntehöjningar skapar osäkerhet. Vi befinner oss dock en bra bit från den nivå där penningpolitiken verkligen börjar strama åt. Fed uppskattar att en räntenivå på 3 procent har en neutral effekt på ekonomin. Så länge inte inflationen skjuter iväg ser vi ingen anled-

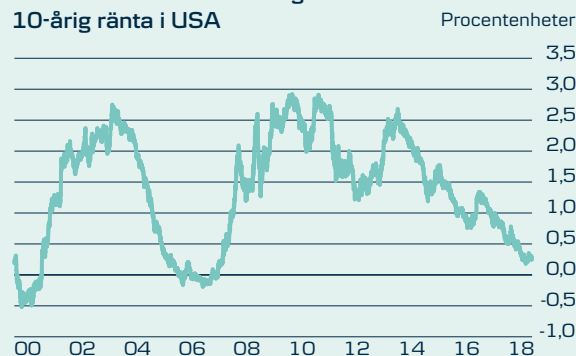
ning till att redan nu positionera oss för en åtstramande ränta, som väntas först i juni 2019. Som tidigare nämnts kan börsen dessutom fortsätta stiga när Fed stramar åt. Under de sju senaste åtstramningscyklerna (sedan 1980) har S&P 500 genererat en genomsnittlig avkastning på 12 procent och inte en enda period var avkastningen negativ.

Slutsats: Det kan bli dyrt att stå utanför. Sammantaget tror vi inte att aktiemarknaden har nått toppen än. Om räntekurvan inte inverterar förrän sent nästa år, vilket vi förväntar oss att den gör, ser vi all anledning att behålla en övervikt i aktier de närmaste 12 månaderna. Historiskt sett har S&P 500 i genomsnitt stigit med 25 procent de sista 12 månaderna av en börsuppgång (historisk avkastning är dock ingen garanti för framtida avkastning, den kan också bli negativ). Om vi har rätt i att ett globalt aktieindex stiger med beskedliga 7-9 procent det närmaste året, så ser alternativet till aktier inte speciellt attraktivt ut när vi ser till förhållandet mellan förväntad avkastning och risk. Ett bankkonto ger i bästa fall en avkastning strax över noll just nu och europeiska statsobligationer ligger i bästa fall på samma nivå. Även om börsuppgången befinner sig i slutfasen ser vi fortsatt kurspotential i aktier, som faktiskt är betydligt mer attraktiva än alternativen. Särskilt i ljuset av att vi ser en mycket begränsad risk för recession 2019.

Räntespreaden spår sämre tider – men inte riktigt än

Den 10-åriga räntan i USA är fortfarande högre än den 2-åriga räntan men skillnaden blir allt mindre. Historiskt sett har en så kallad invertering av räntekurvan, där den 2-åriga räntan blir högre än den 10-åriga räntan, varslat om en förestående lågkonjunktur. Men i genomsnitt har det nästan dröjt ett år från det att räntekurvan inverterat, tills S&P 500 har nått toppen.

Ränteskillnad mellan 2-årig och 10-årig ränta i USA



Källa: Macrobond för perioden 1 januari 1990 - 19 november 2018.

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 förmåga att bära förluster.
