

中国 · 北京 Beijing · China



Danske Bank
Quarterly House View Q4 2018

Populisme truer finansmarkederne

Den amerikanske præsidents politiske agenda indebærer en stigende risiko for en større krise på de finansielle markeder og kan koste det synkronede globale opsving livet. Alligevel ser vi interessant potentiale i aktier – ikke mindst fra Asien.



Der er stadig ingen afklaring på vilkårene for Storbritanniens udtræden af EU. Her har den britiske street artist Banksy malet graffiti ovenpå EU-logoet med de 12 stjerner på en bygning i Dover.

Truslerne mod de finansielle markeder hober sig op

En storm af politiske og geopolitiske risici hviler over de finansielle markeder og har i 2018 skævvredet udviklingen på aktiemarkedet, hvor emerging markets efter vores vurdering har et efterslæb.

Handelskrig, sanktioner mod Iran og Rusland, krise i Tyrkiet, øgede budgetter i Italien - for ikke at forglemme en stigende sandsynlighed for, at briterne skal til stemmeurnerne til et de facto-valg om Brexit.

En storm af politiske og geopolitiske risici har ramt de finansielle markeder, og stormen lægger sig næppe inden for

de kommende måneder. Grundlæggende vurderer vi dog, at disse risici hver især ikke er store nok til at kunne udløse en global recession. Men summen af hændelserne har helt klart øget risikoen for en krise, der potentielt kan skubbe verdensøkonomien ud i en recession.

Som rosinen i pølseenden har amerikanernes politiske beslutninger på handelsområdet presset Kina til at ændre retning i den økonomiske politik. USA strammer pengepolitikken, Kina lempes, og resultatet er en stærkere amerikansk dollar, som giver udfordringer for især emerging markets. Vi befinder os dermed i en verden med et synkront globalt opsving, men med en divergerende økonomisk politik, der kan munde ud i, at vi må slette ordet synkront foran opsving.

Handelskrig truer næppe opsvinget
Under alle omstændigheder er det allerede svære økonomiske tider for lande som Tyrkiet og Rusland, ligesom handelskrigen formentlig vil trække ned i den globale vækst. Det er i sig selv rigeligt til at trykke stemningen på aktiemarkedet, for når væksten viger, ►►



Quarterly House View af Tine Choi, chefstrateg i Danske Bank.

Forventet afkast fra globale aktier på

8-10%

de kommende 12 måneder målt i lokal valuta.



Overvægt i aktier



Undervægt i obligationer



Det er netop i tider som disse med høj usikkerhed, at investorer kan drage nytte af at have sikre statsobligationer i porteføljen.

skaber det usikkerhed blandt investorerne. I første omgang sender det de økonomiske tillidsindikatorer nedad, og derefter vil hårde økonomiske data eller afkræfte signalerne fra tillidsindikatorerne - og investorerne agere derefter.



Kina er og bliver landet, man skal holde øje med som en af de store kandidater til en global krise.

Vi ser dog endnu ingen tegn på, at en recession er under opsejling i nogle af de store økonomier, men vi forventer fortsat, at væksten har toppet og vil være aftagende i år og næste år.

Vi estimerer, at handelskrigen potentielt kan skære 0,2-0,5 procentpoint af den globale vækst over de kommende 12 måneder, men at det ikke vil ændre på, at opsvinget forbliver intakt. Vi fastholder derfor vores overvægt i aktier via vores overvægt i emerging markeds-aktier, men vi tilråder investorer at tjekke, at deres portefølje risikomæssigt er sammensat i overensstemmelse med deres risikoprofil. Det er netop i tider som disse med høj usikkerhed, at investorer kan drage nytte af at have sikre statsobligationer i porteføljen.

Mere grus i maskineriet

I Danske Bank prædikede vi allerede ved årets start, at et økonomisk regime-skifte er i fuld gang med stigende renter, tiltagende inflation og øget volatilitet. Alt sammen affødt af en robusthed i det globale opsving, der lagde de perfekte rammer for at normalisere centralban-

kernes massive pengepolitiske indsprøjtning, som har holdt verdensøkonomien og finansmarkederne kørende, siden finanskrisen ramte os.

Bestræbelserne på at normalisere pengepolitikken er i fuld gang, men mængden er faktorer, der potentielt kan kaste grus i maskineriet, er imidlertid blevet stærkt forøget i 2018.

Det har igangsat spekulationer og diskussion om, hvorvidt vi kan lykkes med at bevæge os fra et økonomisk regime med ingen inflation og ultralave renter til et nyt regime med moderat inflation og stigende renter uden en krise til at vaske tavlen ren?

Populisme udgør den største risiko

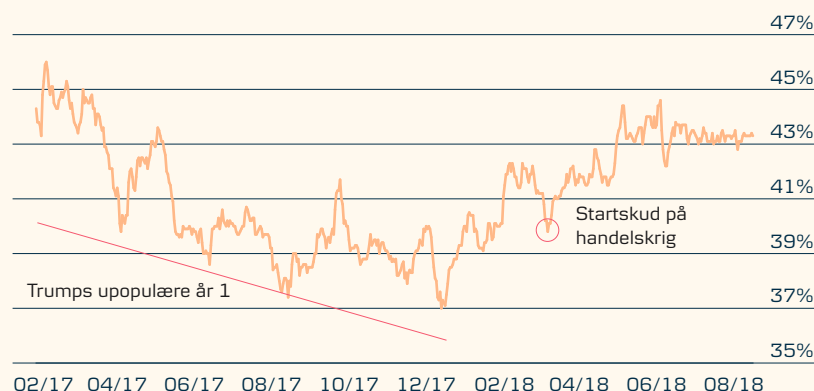
I vores optik er den største risiko for finansmarkederne populisme - nærmere betegnet den amerikanske præsident, Donald Trump. Hans politiske agenda er at opfylde sine valgløfter, og det er jo i sig selv agtværdigt, men det indebærer en stigende risiko for at udløse en større krise.

Donald Trump fik i slutningen af 2017 vedtaget en skattepakke, der går stik imod vanlig konjunkturpolitisk tænkning og har sat ekstra gang i den økonomiske vækst og aktivitet. Midt i det amerikanske opsving foretog Donald Trump den største finanspolitiske ►►

Handelskrig har givet Trump medvind

For den amerikanske præsident, Donald Trump, har den verserende handelskrig været en vindssag på den hjemlige politiske scene. Andelen af vælgere, der mener at Donald Trump gør et godt job som præsident, er steget, siden han skød handelskrigen i gang i marts i år. Derfor forventer vi også, at han vil holde liv i handelskrigen som minimum frem til midtvejsvalget i USA den 6. november i år.

Andel vælgere, der mener at Donald Trump gør et godt job som præsident



— Første år som præsident gav Donald Trump de dårligste tilfredshedsmålinger nogensinde for en amerikansk præsident, i gennemsnit omkring 10 procentpoint efter Bill Clinton med de næstlaveste målinger.

○ Donald Trump indleder handelskrigen med toldsatser på stål og aluminium, og siden er fulgt flere målrettede toldsatser på især kinesiske varer for at beskytte de amerikanske virksomheder og arbejdspladser.

Selv om det amerikanske arbejdsmarked oplever fuld beskæftigelse, har USA stigende offentlige underskud.



lempelse siden 1960'erne - og det er samtidig den første procykliske finanspolitiske lempelse siden 1960'erne. Normalt stimulerer man ellers økonomien for at kick-starte den og ikke for at skifte fra fjerde til sjette gear. Skattepakken er ufinansieret; det årlige underskud på de offentlige finanser vil ifølge regeringens eget budgetkontor stige fra 3,2 pct. af BNP i 2016 til 4,7 pct. i 2019. Holder estimaterne stik, vil det være det største offentlige underskud for en økonomi i fuld beskæftigelse siden

2. Verdenskrig. Hvis og når investorerne beslutter sig for, at det er et problem, så bliver der gang i finansmarkederne.

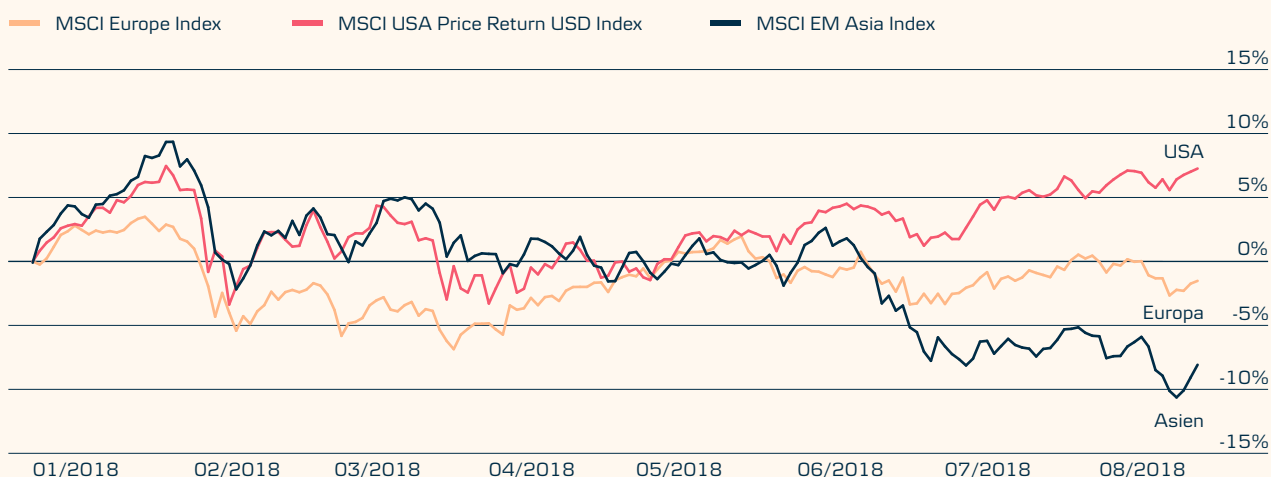
Ydermere kan den høje økonomiske vækst sende inflationen op hurtigere end forventet. Økonomien i USA har sjældent været stærkere end i dag, og der er p.t. så mange ledige job i USA, at alle arbejdsløse amerikanere kunne komme i arbejde, hvis ellers de havde en uddannelse. Det kan tvinge den amerikanske centralbank, Fed, til at sætte tempoet op i de pengepolitiske stram-

ninger. Gør de det, vil det formentlig skabe tumult på finansmarkederne, der indtil videre har købt ind på forventningen om, at Fed vil tage sig god tid med de pengepolitiske stramninger og potentielt lade økonomien overophede for at sikre, at inflationen når målsætningen.

Trumps politik sætter globale aftryk
Uden for USA's grænser har Donald Trump med sin handelspolitik påtvunget en ændring i andre landes økonomiske politik, hvilket har bragt os ind i ►►

Amerikanske aktier har kørt solo

Aktiemarkedet har i 2018 været præget af stor divergens i kursudviklingen i forskellige regioner. Mens de amerikanske aktier er steget pænt, er de asiatiske aktier blevet hårdt ramt af blandt andet handelskrig, som endnu ikke har haft mærkbar effekt på amerikanske aktier. Vi forventer, at der på et tidspunkt vil ske en grad af udligning markederne imellem.



en situation med divergerende global politik. Øgede toldsatser er de facto en finanspolitisk stramning. Nogen skal betale, og der vil i sidste ende blive færre penge at forbruge på andre ting. For at modsvare de negative væksteffekter er Kina vendt rundt fra pengepolitisk stramning til lempelse for at understøtte økonomien mod de negative effekter af handelskrigen.

De kinesiske myndigheder har længe været fokuserede på at nedbringe kreditvæksten og den risiko, som den høje gæld i den private sektor udgør, men er nu tvunget ud i pengepolitiske lempelser, som let kan kompromittere forsøgene på at dæmpe kreditgivningen.

Dermed er vi altså i en situation, hvor Fed strammer pengepolitikken, mens kineserne lemper, og det er en fundamental drivkraft i svækkelsen af den kinesiske valuta, yuan, overfor

dollar. Dertil kommer de relativt bedre vækstudsigter i USA i forhold til resten af verden, hvilket også driver dollarkursen op.

Farlig kombination af valutakurser og renter

Dollaren er ikke blot blevet styrket i forhold til yuan, men også i forhold til de øvrige emerging markets-valutaer, som i vid udstrækning følger den kinesiske yuan – i Asien på grund af samhandlen og konkurrencen landene imellem, og derudover fordi Kina er en central aftager af råvarer fra andre emerging markets. Og kombinationen af stærk dollar og stigende globale renter er ikke god for lande med betalingsbalanceunderskud og/eller en høj gæld i udenlandsk valuta, som bliver dyrere at betale renter og afdrag på. Det har presset emerging markets-landene ►►



Donald Trumps politiske agenda er at opfylde sine valgløfter, og det er jo i sig selv agtværdigt, men det indebærer en stigende risiko for at udløse en større krise.



Tre kandidater til en global krise

Der er i disse dage et overflødhedshorn af katalysatorer, der kan udløse en større eller mindre krise. Foruden de aktuelle politiske og geopolitiske risici ser vi på et dybere og mere fundamentalt plan tre kandidater til en global krise.

1. Boble på obligationsmarkedet

Centralbankernes massive obligationsopkøb siden finanskrisen har sendt prisen på finansielle aktiver op, mens inflationen på varer og serviceydelser er blevet presset i bund. Renterne er så at sige alt for lave og afspejler ikke den risiko, der reelt er ved at låne penge til en given debitor. I USA har renterne rettet sig og afspejler efterhånden vækst- og inflationsudsigterne, men spørgsmålet er, hvilken rente investorer fremover vil forlange for fortsat at finansiere de offentlige finanser med et offentligt amerikansk underskud, der vokser støt.

2. Kreditkrise i Kina

Gældsætningen i Kina er eksploderet siden finanskrisen og udgør i dag 250 pct. af BNP mod 120 pct. for 10 år siden. Stigende globale renter udgør således i stigende grad en risikofaktor for den kinesiske økonomi. Regerin-

gen er opmærksom på det og forsøger at dæmpe kreditvæksten, herunder særligt væksten i virksomhedernes gældsætning.

3. Hårdt spændt aktiemarked i USA

Amerikanske aktier er historisk dyrt prisfastsat, pustet op af syv års lempelig pengepolitik, og det gør amerikanske aktier til en krisekandidat. Andre drivkræfter end pengepolitik har efterhånden taget over på det amerikanske aktiemarked, hvilket har været med til at retfærdiggøre stigninger i kurser og prisfastsættelse. Det gælder ikke mindst selskabernes stærke indtjeningsvækst, behersket inflation og stærk økonomisk vækst. Men stadig er spørgsmålet, om de store kursstigninger siden finanskrisen er bæredygtige på den lange bane, også når væksten for alvor begynder at vige, eller om der er en regning for den lempelige pengepolitik, som skal betales.

Tyrkiet har haft en imponerende økonomisk vækst under præsident Recep Erdogan, men økonomien har blandt andet været drevet af stor låntagning i udlandet.



Vi ser større chancer for positive overraskelser i emerging markets og større risiko for negative overraskelser i USA.

med faldende kurser på både aktier og obligationer til følge. Samtidig er kriser, der længe har ventet på at indtræffe i udvalgte lande som fx Tyrkiet, nu sprunget ud i fuld flor godt hjulpet på vej af politisk konflikt med USA og det generelle pres på emerging markets.

Vi forventer dog ikke, at den kolde tyrker, der har fejlet henover finansmarkederne, er en forsmag på en bredere krise for emerging markets a la Asien-krisen i 1997/98. I dag er emerging markets-landenes gæld i udenlandsk valuta generelt betragteligt mindre end dengang, og samtidig har størstedelen af landene i dag flydende valutakurser, hvor Asien-krisen i sin tid udsprang af spekulation mod landenes fastkurs-regimer.

Kina er og bliver imidlertid landet, man skal holde øje med som en af de store kandidater til en global krise, og risikoen er steget på det seneste. Alligevel er der god grund til at forvente, at

Kina kan undvige en krise eller i værste fald 'sparke dåsen længere ned ad vejen' med massiv økonomisk stimulans, der afværger en krise her og nu, men altså ikke på den længere bane løser udfordringerne med kreditboblen.

Kina har overskud på de offentlige finanser, statsgælden udgør ikke et problem, og gælden i udenlandsk valuta er relativt begrænset. Kort sagt er der stadig masser af manøvrerum rent økonomisk til at kunne stimulere. Ydermere er den politiske vilje til at stabilisere tingene til stede. Kina vil gøre alt for at undgå en krise. Det har de med succes bevist gentagne gange historisk set, og de er allerede gået i gang.

Mere usikker global synkronsvømning

Opsummeret har populistisk politik altså bragt os i en situation, hvor de økonomiske interessekonflikter og risikoen for en større markedskorrektion, der i værste fald kan føre til noget endnu

værre, er steget på det seneste.

Vi forventer dog, at verdensøkonomien vil ride stormen af, og at den økonomiske ekspansion fortsætter i år og næste år. Den flotte globale økonomiske synkronsvømning, vi har set de senere par år, er dog ved at komme ud af takt, og vi forventer, at de senere måneders udvikling med betydelig volatilitet på finansmarkederne vil fortsætte det kommende kvartal. Donald Trump har brug for sine vælgeres støtte, så han vil holde liv i handelskrigen som minimum frem til midtvejsvalget i USA den 6. november i år.

Selv om investorer altså stadig skal være forberedt på, at handelskrig kan drive markederne, forventer vi dog, at der ultimativt bliver forhandlet en løsning på plads, så de geopolitiske spændinger viger. Det er også i Donald Trumps interesse.

Fortsætter han med at øge toldsatserne, så rammer han snart ind i hjertet på de amerikanske forbrugere, der ►►



Historiens visdom

Økonomisk historie har lært os, at vi er enormt dårlige til at forudse recessioner og finansielle kriser – eller rettere at reagere på tegn på forestående kriser. Krisetegn er der ofte mange af, men de er typisk blevet ignoreret af politikere, centralbanker, investorer m.fl.

Samtidig har historien lært os, at der ikke nødvendigvis skal en fuldbrydet finansiell eller økonomisk krise til at udløse en korrektion på aktiemarkedet. Ofte bliver aktiemarkederne ramt af korrektioner af frygt for forhold, der giver varsler om en forestående finansiell eller økonomisk krise, som aldrig rigtig materialiserer sig.

vil opleve, at en stribe forbrugsgoder bliver dyrere. Vi siger ikke, at det bliver let, eller at en løsning er nært forestående i kølvandet på midtvejsvalget, men retorikken fra Donald Trump vil formentlig aftage og dermed også eskaleringen i handelskrigen. Det forventer vi vil blive taget godt imod af investorerne.

Har størst tiltro til emerging markets

Selv om Kina befinder sig i orkanens øje, fastholder vi vores overvægt i emerging markets-aktier, hvor indtjeningsudsigterne for selskaberne er gode og prisfastsættelsen attraktiv, og vi foretrækker Asien frem for Latinamerika og Østeuropa. Handelskrig eller ej vurderer vi, at Asien giver de bedste muligheder for at eksponere sig mod fremtidens forbrugere.

Emerging markets har i år underperformet alle andre aktiemarkeder, og de svækkede valutakurser hjælper p.t. ikke meget på afkastet opgjort i de nordiske valutaer, snarere tværtimod. På 6-12 måneders sigt forventer vi dog, at dollarkursen vil vige, og dykker vi ned i de økonomiske nøgletal, er der efter vores vurdering indiskonteret rigtig meget negativt for finansmarkederne og vækstudsigterne i emerging markets - samt i Europa for den sags skyld. Modsat er risikoen for skuffelser på alle fronter større i USA. Vi ser med andre ord større chancer for positive overraskelser i emerging markets og større risiko for negative overraskelser i USA.

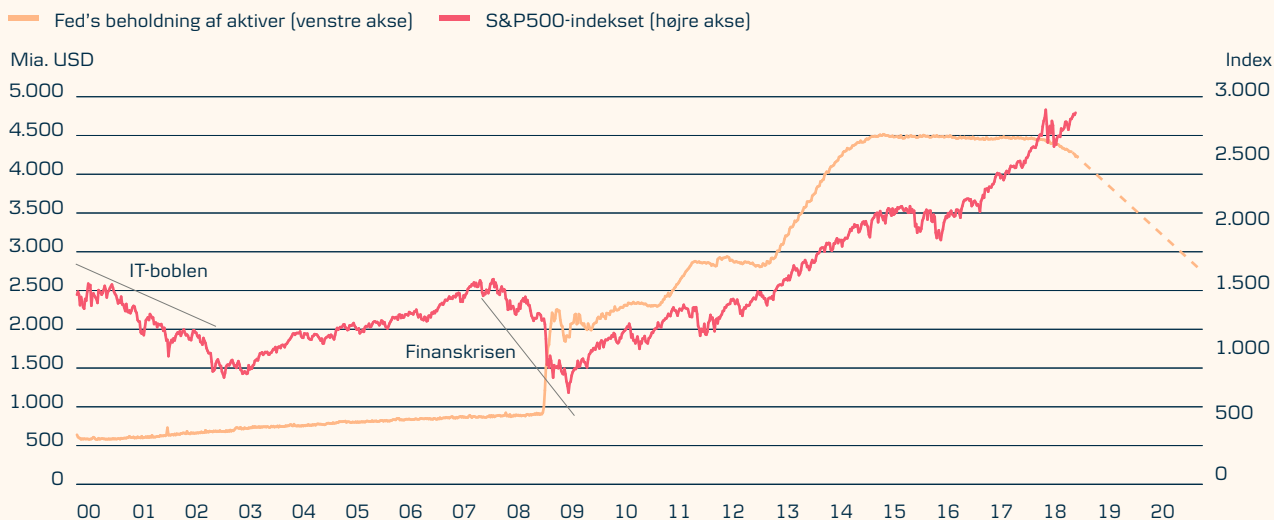
Vi anerkender, at vækstbilledet p.t. er stærkt i USA, og at amerikanske aktier derfor har outperformet alt andet. Vi ser dog en høj risiko for, at potentialer

ved at være udtømt, og at investorerne snart bliver nødt til at tage højde for, at handelskrig også rammer de amerikanske selskaber.

Nok afbøder den stærke dollar for de højere toldsats på input i den amerikanske produktion, men samtidig svækkes amerikanske selskabers konkurrenceevne. Og her skal man huske på, at selv om eksportafhængigheden er lav i USA i forhold til mange andre økonomier, så genereres 43 pct. af al indtjening i S&P500-selskaberne stadig i udlandet.

Kan aktierne trodse pengepolitikken?

I USA har den amerikanske centralbank, Fed, siden finanskrisen sprøjtet likviditet ud i økonomien ved at opkøbe obligationer og har i dag en obligationsbeholdning på mere end 4.000 mia. dollars. Det har været med til at holde økonomien kørende og løfte aktiemarkederne, men Fed's neddrogning er i gang og vil fortsætte de kommende år. Spørgsmålet er, om de amerikanske aktiekurser kan fortsætte op, mens Fed nedbringer obligationsbeholdningen og suger likviditet ud af økonomien?





Vi overvægtet aktuelt emerging markets-aktier, og inden for emerging markets er Indien et af de lande, vi ser størst kurspotentiale i.

Vores aktuelle allokering

Danske Bank forventer, at de overvægtede aktiver vil klare sig bedre end markedet generelt, og de undervægtede aktiver dårligere. Ved overvægt har vi derfor aktuelt en højere andel af det pågældende aktiv i vores portefølje, end vi forventer at have på lang sigt, og ved undervægt en lavere andel.

OVERORDNET ALLOKERING

Allokering på aktivklasser

Aktier	↑	Overvægt
Obligationer	↓	Undervægt
Kontanter	→	Neutral

AKTIER - EMERGING MARKETS

Landeallokering inden for regionen emerging markets

Brasilien	↓	Undervægt
Indien	↑	Overvægt
Rusland	↓	Undervægt
Kina	↑	Overvægt

OBLIGATIONER

Allokering inden for aktivklassen obligationer

Lokale obligationer	→	Neutral
Investment grade	↑	Overvægt
High yield	↓	Undervægt
Emerging markets-obligationer	→	Neutral
Globale statsobligationer	→	Neutral

AKTIER - SEKTORER

Sektorallokering inden for aktivklassen aktier

Cyklisk forbrug	→	Neutral
Energi	→	Neutral
Finans/ejendomme	→	Neutral
Forsyning	↓	Undervægt
Industri	→	Neutral
IT	↑	Overvægt
Råvarer	↑	Overvægt
Stabilt forbrug	↓	Undervægt
Sundhed	↑	Overvægt
Telekom	↓	Undervægt

AKTIER - REGIONER

Regional allokering inden for aktivklassen aktier

USA	→	Neutral
Europa	→	Neutral
Emerging markets	↑	Overvægt
Japan	↓	Undervægt
Danmark	→	Neutral



Hvem er vi?

Strategy & Macro | Danske Bank House View



Tine Choi
Chefstrateg
Head of Strategy
& Macro



Lars Skovgaard
Andersen
Seniorstrateg



Christian
Lie
Seniorstrateg



Kaisa
Kivipelto
Seniorstrateg



Maria
Landeborn
Seniorstrateg



Tuukka
Kempainen
Seniorstrateg



Anders Haulund
Vollesen
Strateg



Povilas
Stankevičius
Strateg



Michael
Hald
Chefkonsulent

Husk altid risikoen som investor:

Udgangspunktet for denne publikation er Danske Banks forventninger til makroøkonomien og de finansielle markeder. Hvis udviklingen afviger fra vores forventninger, kan det potentielt påvirke afkastet på eventuelle investeringer negativt og give tab.

Danske Bank har alene udarbejdet dette materiale til orientering, og det udgør ikke investeringsrådgivning.

Tal altid med en rådgiver, hvis du overvejer at foretage en investering på baggrund af dette materiale, og få afdækket, om en given investering passer til din investeringsprofil, herunder din risikovillighed, tidshorisont og tabsevne.

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

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