



Danske Bank  
Quarterly House View Q3 2018

# *Investerarna undervärderar styrkan i den globala högkonjunkturen*

Även om vi har gått in i den senare delen av högkonjunkturen, har vi fortfarande en längre period av ekonomisk tillväxt och stigande aktiekurser framför oss.

Danske Bank



Risken för en hårdlandning i den kinesiska ekonomin har minskat och det bidrar till att tillväxtmarknadsaktier och inte minst de asiatiska tillväxtmarknadsaktierna är intressanta.

# Sencyklisk medvind för aktier i Europa och på tillväxtmarknaderna

Även om vi gått in i den sencykliska fasen av den ekonomiska högkonjunkturen, räknar vi med fortsatt medvind för börserna, och då inte minst i Europa och på tillväxtmarknaderna. Enligt vår uppfattning har de flesta investerare en för negativ syn på marknadsutvecklingen.

I början av 2018 hade vi en positiv syn på både ekonomisk tillväxt och börserna och den står vi fast vid – även om det politiska kaoset i Italien och Donald Trumps handelskrig för tillfället skapar



*Vi räknar med att investerare nu har anpassat sig till en miljö med stigande amerikanska räntor och större kurssvängningar. Det gör att börserna kommer att återhämta sig efter nedgången i början av året.*

osäkerhet på de finansiella marknaderna. Varken makroekonomiska data eller företagens resultat visar tecken på att vi står inför en ekonomisk lågkonjunktur.

Investerarna har dock inte hållit med oss. Om vi tittar på de finansiella marknaderna ser vi att de flesta investerare verkar tro att nästa lågkonjunktur är på väg. Trots det faktum att högkonjunkturen fortsätter och att vi har haft en historiskt sett stark amerikansk rapportssäsong, har investerarna varit ovilliga att ta ytterligare risk sedan börsnedgångarna under februari.

**Därför är investerarna försiktiga**  
Investerarnas försiktighet har förmodligen flera förklaringar:

- Först och främst har vi haft 10 år av börsuppgång i USA, vilket är den näst längsta uppgången sedan andra världskriget. Börserna har slagit nya rekord och det är självklart många investerare medvetna om och det skapar en nervositet för att vi närmar oss slutet. Samtidigt har börserna historiskt sett nått sina toppnoteringar 6 månader innan ►►



Quarterly House View av Tine Choi, chefsstrateg på Danske Bank.

Förväntad avkastning  
för globala aktier

**10-12 %**

under de närmaste 12 månaderna  
mätt i lokal valuta.



Övervikt  
i aktier



Undervikt  
i obligationer

konjunkturen vänder. Tillhör man det här lägret, som förväntar sig en lågkonjunktur under 2019, är det logiskt att se över sina investeringar nu.

- För det andra har vissa nyckeltal börjat försämrats. Det gäller framför allt de viktiga förtroendeindexen från företagen, men även andra index, exempelvis USA:s detaljhandels-

index. Det förstärker självklart medvetenheten om att högkonjunkturen inte fortsätter i all oändlighet och som alltid reagerar marknaden negativt när nyckeltalen inte når upp till förväntningarna.

- Sist men inte minst, har den amerikanska räntan skjutit i höjden 2018 trots de senaste veckors tillbakagång och räntekurvan, det vill säga

skillnaden mellan korta och långa räntor, börjat plana ut. Historiskt sett har en flackare räntekurva varit den bästa indikationen på att vi går in i en lågkonjunktur och det har naturligtvis investerarna noterat.

#### Från återhämtning till överhettning

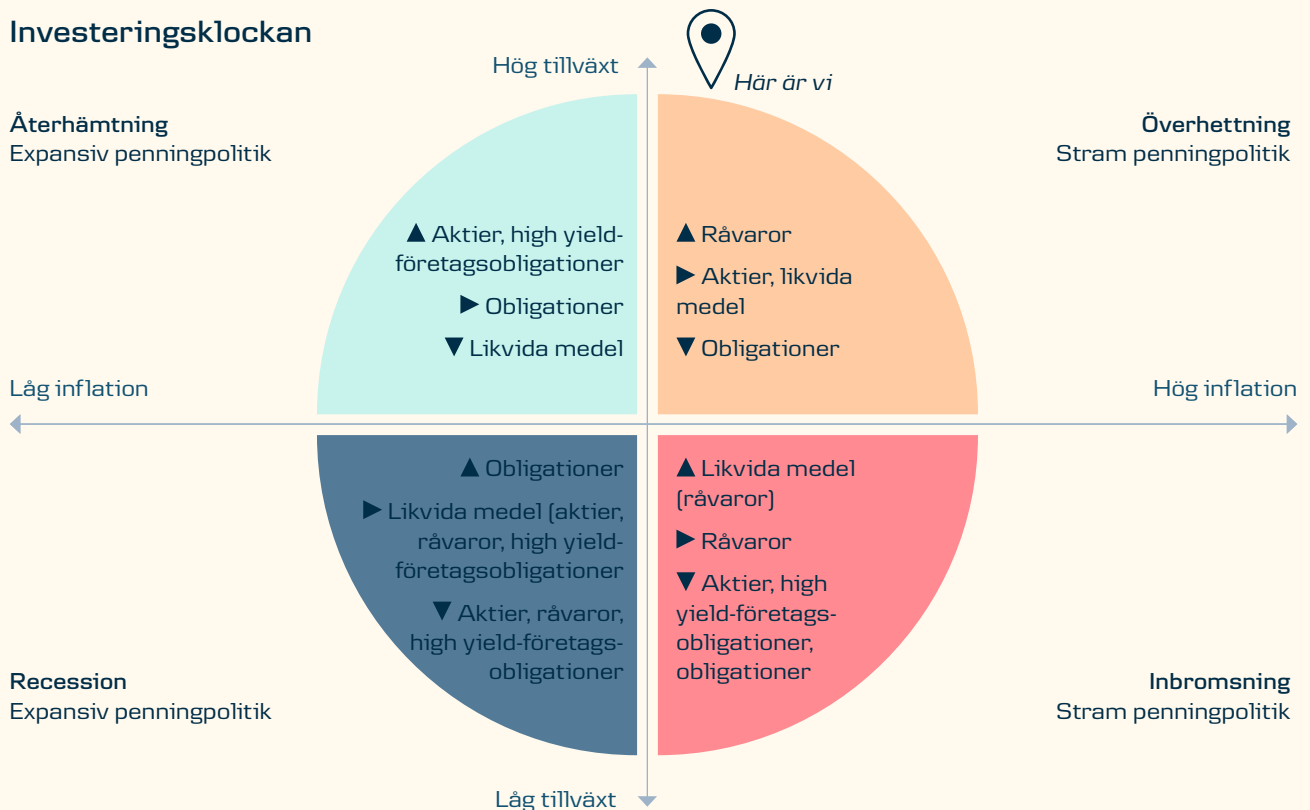
Vi håller helt med investerarna om att den globala högkonjunkturen är i ett sent skede och att vi för närvarande ►►

## Här är ekonomin idag

Danske Bank använder den så kallade investeringsklockan som visar de olika faserna i ekonomin och vilka tillgångslag som man bör vara exponerad mot i de olika faserna.

En ekonomisk högkonjunktur kan delas in i två faser, återhämtning och överhettning, och vår bedömning är att vi för närvarande är i början av en överhettning.

### Investeringsklockan



Stora tillväxtmarknader, som Ryssland och Brasilien, gynnas av stigande råvarupriser, inklusive ett stigande oljepris.



befinner oss i den senare delen av högkonjunkturen, även kallad överhettningssfasen.

En ekonomisk högkonjunktur kan delas in i två faser, återhämtning och överhettning, och förändringen i den ekonomiska tillväxten och penningpolitiken visar att vi har rört oss mot överhettningssfasen.

Återhämtning präglas av en accelererande ekonomisk tillväxt och den fasen lade vi bakom oss under 2017. Samtidigt rör sig den globala penningpolitiken mer mot åtstramningar än lättnader och vi har en stram arbetsmarknad med extremt låg arbetslöshet i många

länder. Företagen har dessutom ett högt kapacitetsutnyttjande och rapporterar alltmer om kapacitetsbegränsningar och de är alla typiska tecken på en överhettning.

Vi håller dock inte med investerarna om att vi närmar oss slutet av denna fas. Tvärtom anser vi att allt pekar på att vi bara är i början av den senare delen av högkonjunkturen. Vi har fortfarande en hög ekonomisk tillväxt om vi ser det på lång sikt i alla större ekonomier och vi räknar med att tillväxten kommer att fortsätta under resten av 2018 och in i 2019.

**Positiva indikationer**

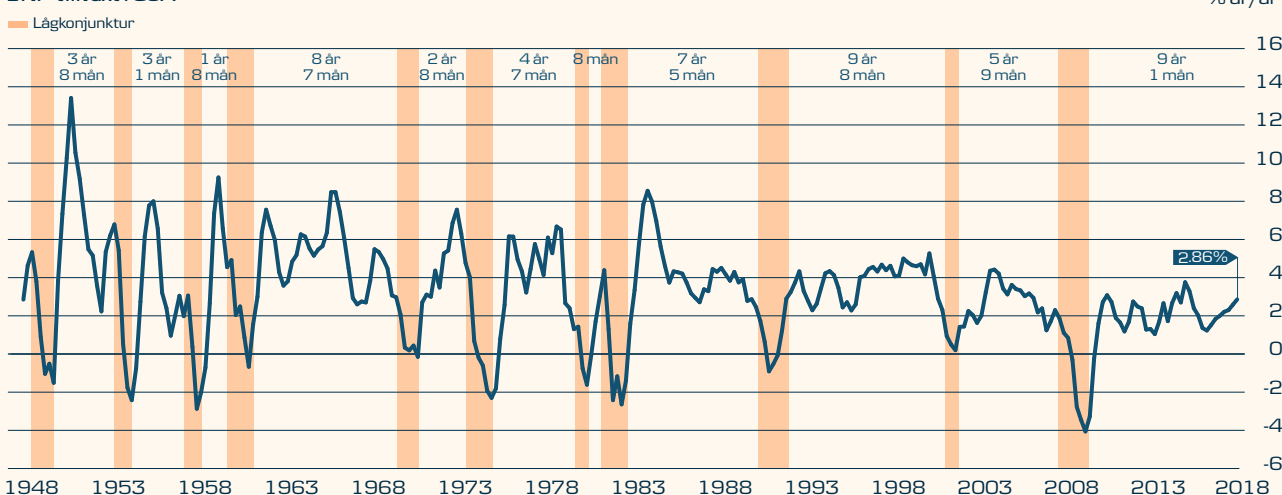
Det finns flera anledningar till varför vi inte räknar med ett omedelbart slut på högkonjunkturen som enligt vår mening kan fortsätta i ett par år till:

**RÄNTEKURVAN ÄR FORTFARANDE PÅ TRYGG MARK:** Ser vi på den flackare amerikanska räntekurvan är den ett tecken på att vi befinner oss i en sen fas av konjunkturcykeln. Det här 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 har inträffat historiskt sett. Och ►►

**Högkonjunkturen närmar sig rekord**

Den nuvarande amerikanska högkonjunkturen är den näst längsta sedan andra världskriget. I maj nådde högkonjunkturen 9 år och gick in i sitt 10:e år. Endast högkonjunkturen från 1991 till 2001 har varat längre (9 år och 8 månader).

BNP-tillväxt i USA



Källa: Macrobond, 1 jan 1948 - 1 jan 2018. (Den nuvarande högkonjunkturen beräknas vara till maj 2018)



*Den låga inflationen är enligt vår uppfattning det tydligaste tecknet på att vi befinner oss i början av överhettningssfasen och inte i slutet.*

även när räntekurvan är inverterad har det historiskt i genomsnitt tagit 27 månader innan USA gått in i en lågkonjunktur.

Med andra ord är det inte en flack räntekurva vi ska vara rädda för, utan en

inverterad räntekurva och för närvarande finns det inga indikationer på att vi är på väg mot en sådan. Den amerikanska centralbankens styrränta ligger för närvarande på 1,75 procent, medan den långa 10-åriga amerikanska statsobligationsräntan för närvarande ligger på 2,85 procent. Danske Bank räknar med max tre räntehöjningar ytterligare från den amerikanska centralbanken i år och även då kommer vi ha en rimlig ränteskillnad mellan den korta och långa räntan sett till den nuvarande amerikanska 10-årsräntan.

**FÖRTSATT HÖGT FÖRTROENDE HOS FÖRETAGEN TROTS NEDGÅNG:** Ser vi på de senaste månadernas vikande förtroende hos företagen, så är det helt naturligt att tillväxten inte längre accelererar. Notera dock att förtroendeindex faller från extremt höga nivåer och förmodligen söker sig mot nivåer som stämmer bättre överens med den faktiska ekonomiska utvecklingen.

Värdet 50 representerar skiljelinjen mellan ökat och minskat förtroende hos företagen och så länge förtroendeindex är högre än 52, och nedgången sker gradvis, är vi inte oroliga. Större nedgångar kan leda till osäkerhet, men nedgången blir troligtvis kortvarig så länge vi fortfarande ligger över 52.

**Ingen negativ löneprisspiral ännu**  
**DEN LÅGA INFLATIONEN DOMINERAR FORTFARANDE:** Den låga inflationen är enligt vår uppfattning det tydligaste tecknet på att vi befinner oss i början av överhettningssfasen och inte i slutet.

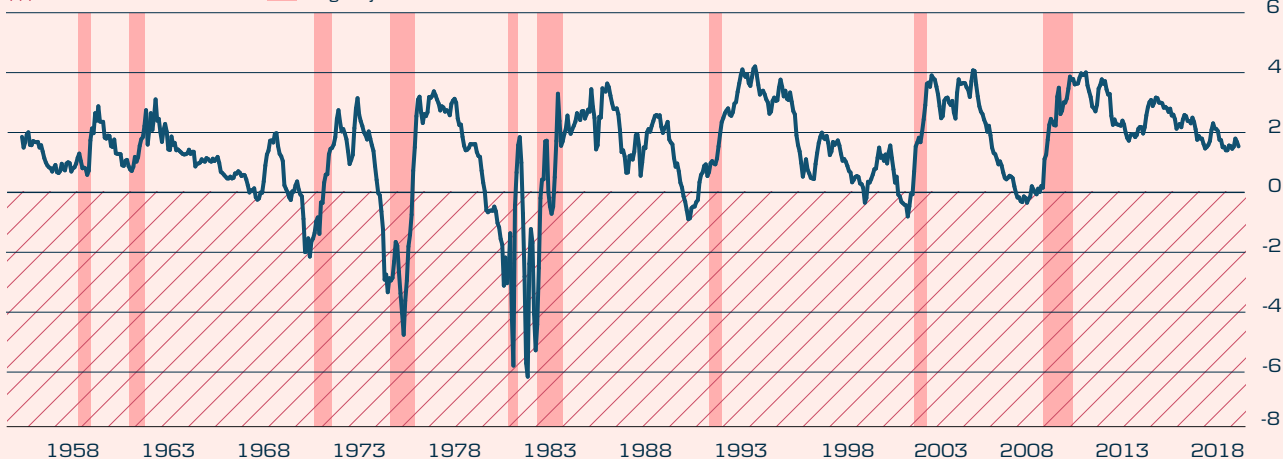
Slutet på en högkonjunktur kännetecknas normalt av brist på arbetskraft och en produktion som inte kan möta efterfrågan, vilket återspeglas i stigande löner och priser. Kort sagt ökar priset på insatsvarorna i produktionskedjan och de högre produktionskostnaderna leder till högre priser för konsumenterna. Men vi är inte där ännu. ▶▶

## Ingen fara med ränteskillnaden

Normalt är den långa räntan högre än den korta. Historiskt sett har en invertering av räntekurvan, där de korta räntorna är högre än de långa, varit ett tecken på en kommande lågkonjunktur i USA. Om vi ser på ränteskillnaden mellan den långa 10-åriga statsobligationsräntan i USA och den amerikanska centralbankens korta styrräntor, är vi fortfarande långt ifrån en inverterad ränta.

10-årig statsobligationsränta i USA minus Feds styrränta

////// Inverterad räntekurva    ■ Lågkonjunktur





Den amerikanska dollarn har stärkts under 2018 och det ökar konkurrenskraften för företag i Europa och på tillväxtmarknaderna, som vi för närvarande överviktat.

Lönerna stiger, men fortfarande inte särskilt mycket, och samtidigt innebär den tekniska utvecklingen att kostnaderna minskar generellt sett. E-handeln har till exempel gjort världen mindre. Varor som kan handlas över gränserna drabbas av hård priskonkurrens och så länge som vi som löntagare inte upplever att våra levnadskostnader inte stiger, så kräver vi inte heller några löneökningar. Det bidrar sannolikt till att hålla den negativa löneprisspiralen i styr.

När det är sagt så har vi en stigande inflation under de senaste månaderna i USA som ligger längst fram i konjunkturcykeln. Här ligger inflationen runt centralbankens inflationsmål, men det är svårt att se samma tecken i Europa och i Japan. Den långsamma inflationsutvecklingen innebär att centralbankerna kan ta det lugnt, och det är precis vad Fed gör och ECB sannolikt också kommer att göra.

#### Vår allokering

Med en världsekonomi som är i början av den senare delen av högkonjunkturen och fortsatt får stöd av finanspolitiska stimulanser, tror vi att det fortfarande finns potential på aktiemarknaden. Därför har vi fortfarande en övervikt i aktier och undervikt i obligationer.

Den starka arbetsmarknaden ger stöd till konsumtionen och det samma gäller för investeringsaktiviteten i företagen. Bolagens vinstutsikter ser fortfarande starka ut, även om vinsttillväxten kommer att toppa i år, eftersom effekterna av den amerikanska skattereformen minskar gradvis. Samtidigt noterar vi att den senaste rapporteringen överraskade positivt, trots de mycket höga förväntningarna. Slutligen

har analytikerna börjat justera upp förväntningarna på företagens resultat, vilket är mycket ovanligt vid den här tidpunkten på året och det lovar gott för börserna.

Vi räknar därför med att investerare nu har anpassat sig till en miljö med stigande amerikanska räntor och större kurssvängningar, och det gör att aktierna kommer att återhämta sig efter nedgången i början av året. Vår bedömning är att detta leder till att investerarna återigen börjar fokusera på att högkonjunkturen har mer att ge.

Vi räknar med en avkastning för globala aktier på 10-12 procent för de närmaste 12 månaderna (mätt i lokal valuta) och vi har en övervikt i Europa och på tillväxtmarknaderna.

Vi håller noga koll på den starka dollarn och stigande oljepriser som dock har stagnerat något på sistone. Den starka dollarn är negativt för de amerikanska exportbolagen, eftersom många länder på tillväxtmarknaderna upplever att finansieringen av deras skulder i dollar har blivit dyrare. Det är därför länder med stora underskott i betalningsbalansen som kommer att drabbas hårdast av en allt starkare dollar.

Å andra sidan leder den starkare dollarn till förbättrad konkurrenskraft för bland annat de europeiska och asiatiska exportföretagen. Det stigande oljepriset och den starkare dollarn är positivt för oljeproducenterna vars vinst i sin egen valuta stiger, medan den dyrare oljan kan leda till att den privata konsumtionen dämpas, eftersom en större andel av vår disponibla inkomst måste användas för att tanka bilen etc.



*Med en världsekonomi som är i början av den senare delen av högkonjunkturen och fortsätter att få stöd av finanspolitiska stimulanser, tror vi att det fortfarande finns potential på aktiemarknaden.*



## De två attraktivaste regionerna

Danske Bank har för närvarande övervikt i Europa och på tillväxtmarknaderna.

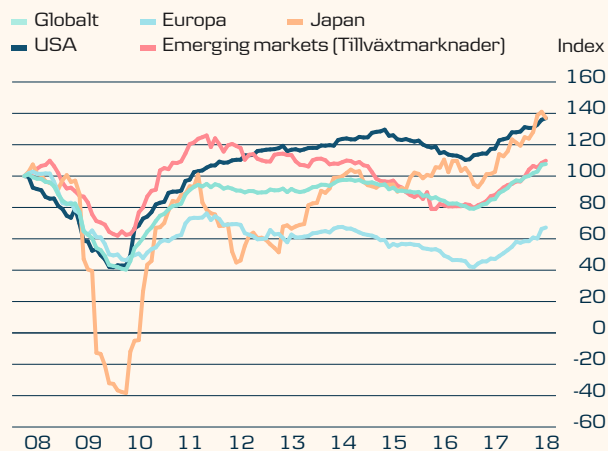
### EUROPA:

#### Utrymme för ytterligare uppgångar

Europa ligger efter USA i konjunkturcykeln och är den enda större ekonomin där arbetslösheten ligger närmare det långsiktiga historiska genomsnittet, medan både Japan och USA har en arbetslöshet som ligger relativt nära historiska bottennivåer. Europa ligger också efter USA och Japan om vi tittar på företagets vinstcykler och därför ser vi relativt sett en högre potential i Europa om högkonjunktoren fortsätter som vi räknar med.

På de utvecklade marknaderna är Europa den enda regionen där vinsten per aktie inte ligger på 10-årig högstanivå, se grafen nedan. Tvärtom, vinsten per aktie ligger 30 procent under nivåerna för 10 år sedan, medan övriga regionerna ligger mer än 35 procent högre. Värderingen talar alltså för Europa och ekonomin får också stöd av en mjukare penningpolitik jämfört med USA.

#### Utvecklingen i vinst per aktie (EPS) sedan 2008



Källa: Macrobond, 1 jan 2008 - 1 april 2018, MSCI Index, IMI, 12 månader löpande Vinst per aktie (EPS).

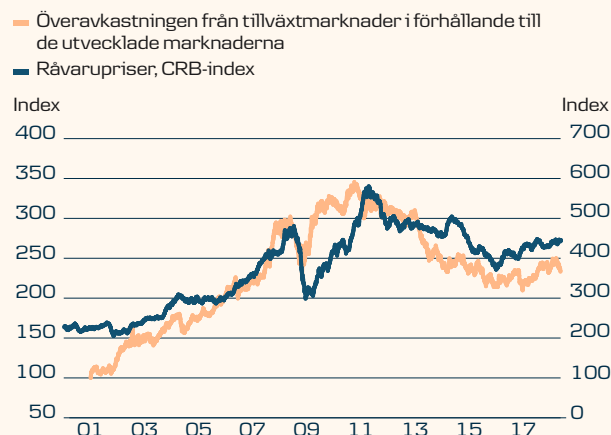
### TILLVÄXTMARKNADER:

#### Utvecklingen i Kina är underskattad

Börserna på tillväxtmarknaderna drar nytta av den globala högkonjunktoren eftersom de domineras av export- och råvarubolag. Brasilien och Ryssland har lämnat den djupa lågkonjunktoren och vi ser en minskad risk för att tillväxten sjunker i Kina, vilket enligt oss inte är inpriset i börskurserna. De kinesiska myndigheterna har visat att de fortfarande lyckas balansera den ekonomiska politiken och de stora riskfaktorerna i ekonomin hanteras, bland annat den privata sektorns skuldsättning och obalanserna på fastighetsmarknaden. Vi räknar fortfarande med att tillväxten i Kina minskar, men risken för en hårdlandning har minskat, vilket gör Asien intressant.

Tillväxtmarknaderna släpar efter i vinstcykeln och fortsätter högkonjunktoren kommer aktier på tillväxtmarknaderna att utvecklas bättre än globala aktier i den senare fasen av högkonjunktoren tack vare ökad export och ökad inhemsk efterfrågan.

#### Tillväxtmarknaderna har gett bättre avkastning när råvarupriserna stiger



Källa: Macrobond, 1 jan 2000 - 22 maj 2018, relativ utveckling för aktier på tillväxtmarknaderna i förhållande till utvecklade marknader beräknat som utvecklingen av MSCI Emerging Markets Mid & Large Cap (Large, Mid & Small Cap) i förhållande till MSCI World, IMI

---

**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.

---