



Danske Bank Quarterly View Q1 2018

Bull-markedet har mer å gå på i 2018

Vi belyser fire temaer som vil få stor betydning for avkastning og risiko i finansmarkedene det kommende året.

INNHOOLD

Makro: 2018 på godt og vondt – fire avgjørende problemstillinger	2
Risikøer: Her kan finansmarkedene bli rammet	4
Fokus: Nordiske investorers farlige forkjærighet	10

Danske Bank



Den kinesiske presidenten Xi Jinping vil få en nøkkelrolle i 2018, der investorene vil ha stort fokus på den økonomiske utviklingen i Kina. Skuffende vekst kan utløse en korreksjon i aksjemarkedet.

2018 på godt og vondt

Fire problemstillinger vil få sentral betydning for investorer i det kommende året.

Innhenting i amerikansk økonomi vil i 2018 gå inn i sitt niende år, noe som i historisk sammenheng er en sterk prestasjon. Siden 1950 har økonomiske oppturer i USA i gjennomsnitt vart i fem år. Også resten av den globale økonomien øker veksttakten, og vi har sett sterk utvikling i finansmarkedene hvor prisene på aksjer, obligasjoner, eiendom, og selv kryptovalutaer, har nådd historiske toppnivåer.

Tidsperioder og rekorder er bare tall, men ikke desto mindre gjør de oss investorer nervøse. For hvis det er én ting vi vet med sikkerhet, er at etter et oppsving følger en nedtur – det er nærmest en naturlov. Jo lengre oppgangen varer, desto mer nærmer vi oss begynnelsen på slutten, og investorene vil bli stadig mer følsomme overfor dårlige nyheter som kan indikere at oppgangen er forbi. Selv om verden forandrer seg raskt i disse tider – og denne oppgangen skiller seg fra tidligere oppganger, med blant annet rekordlave renter og lav inflasjon – har ikke den underliggende dynamikken som påvirker finansmarkedene og investorene endret seg. Det handler fortsatt om mennesker. Om vår natur, om frykt og om grådighet.

Derfor tror vi også at neste års hovedtema for finansmarkedene blir økt nervøisitet og volatilitet, med vekt på dette spørsmålet: Når vender konjunktorene ned igjen?

Konkret forventer vi at følgende problemstillinger vil få stor betydning for finansmarkedene i 2018:

1. Er det bobletendenser i finansmarkedene?
2. Når avsluttes bullmarkedet for aksjer?
3. Hvordan vil Kina utvikle seg etter den store partikongressen?
4. Hvilke kjente og ukjente geopolitiske konflikter vil ramme oss?

I denne Quarterly View går vi gjennom de fire problemstillingene én etter én, men først kommer vi med en overordnet status for helsetilstanden til den globale økonomien. Til syvende og sist er nemlig den økonomiske utviklingen den avgjørende katalysatoren for utviklingen i finansmarkedene – og uansett hva som inntreffer av forskjellige hendelser, er det alltid effekten disse har på den økonomiske utviklingen som til slutt avgjør hvor mye og hvor lenge de ►►



Quarterly View av Tine Choi, sjefstrateg i Danske Bank.

Forventet avkastning fra globale aksjer

8-12 %

de neste 12 månedene, målt i lokal valuta.



Overvekt i aksjer



Undervekt i obligasjoner

► trekker finansmarkedene i den ene eller den andre retningen.

Vårt hovedscenario:

Økonomisk oppgang

Vi forventer at det nåværende økonomiske oppsvinget vil fortsette i 2018, og derfor går vi inn i det nye året med overvekt i aksjer og en tilsvarende undervekt i obligasjoner.

I det siste året har den økonomiske veksten blitt selvgående. Økonomiene



Hvis det kommer nøkkeltall som kan indikere at det går for fort nedover i kinesisk økonomi, kan det skape kortsiktig uro i finansmarkedene.

rundt omkring i verden fyrer på alle sylindere, noe veksten i den globale handelen er et bevis på. Spesielt bedriftenes investeringsvilje ser lovende ut og utgjør en sentral drivkraft for videre oppgang. Denne investeringsappetitten bidrar til at økonomien ikke lenger er avhengig av kunstig åndedrett fra sentralbankene i form av ekspansiv pengepolitikk.

I Kina har selskapene fokus på å forbedre kvaliteten, fremfor kvantiteten, i produksjonsapparatet, og dette peker mot økt effektivitet. I Europa er det også sterke tegn på tiltakende investeringsvilje, og vi forventer dessuten at 2018 vil by på konsolideringer via fusjoner og oppkjøp. Det vil virke støttende på de europeiske aksjemarkedene.

Amerikanerne har mellomvalg, der halvparten av Senatet er på valg, noe som betyr at det republikanske flertallet står på spill. 2018 ser dermed ut til å bli nok et spennende politisk år i Donald Trumps tegn, og det byr på utskifting av flere sentralbankmedlemmer, samt det lenge forventede vedtaket av en eller annen form for skattelettelser.

Globalt sett er sentralbankenes pengepolitikk ekspansiv og virker støttende

på finansmarkedene, og vi forventer at dette fortsatt vil være tilfellet i det kommende året. Hvis forventningen vår om to amerikanske renteøkninger i 2018 holder vann, bør det ikke bremse den økonomiske veksten eller børsoppgangen. Det vil fortsatt være snakk om en langsom og kontrollert nedtrapping av den ekspansive pengepolitikken.

1. Er det bobletendenser i finansmarkedene?

Jo lenger aktivprisene stiger, desto mer vil media, investorer og analytikere spekulere i om vi befinner oss i en boble. Det vanskeligste ved bobler, er å forutse dem – og ikke minst når de sprekker. Faktisk er det først når en boble har sprukket at vi reelt sett vet at det var snakk om en boble. Derfor krever det en viss ydmykhet å uttale seg om eksistensen av bobler, og med dette som forbehold, er dette vår nåværende vurdering:

AKSJER: Med den nåværende økonomiske utviklingen ser vi umiddelbart ingen tegn på en aksjeboble. Vi ►►

Bullmarkedene slutter med et brak

Det nåværende bullmarkedet er det femte lengste siden 1929, og med 195 % avkastning siden starten også det femte sterkeste (målt ut fra S&P 500).

Det er nærmest en naturlov at etter et bullmarked med stigende kurser, følger det et bearmarked med fallende kurser – men dessverre er det svært vanskelig å forutsi når markedet snur. Bullmarkeder fortsetter ofte lenger enn de fleste inves-

torer forestiller seg, og som investor kan det bli dyrt i form av tapt avkastning å gå for tidlig ut av et bullmarked.

Amerikanske data viser at de siste 12 månedene av et bullmarked siden 1937 har gitt en avkastning på 25 % i gjennomsnitt, og at avkastningen bare de siste 6 månedene har ligget på 16 % i gjennomsnitt. Denne historiske avkastningen er likevel ingen garanti for framtidig avkastning.

Akkumulert gjennomsnittlig avkastning opp til og etter tidligere topper på aksjemarkedet (indekstert)

Basert på gjennomsnittlig daglig totalavkastning for den amerikanske S&P 500-indeksen siden 1937.

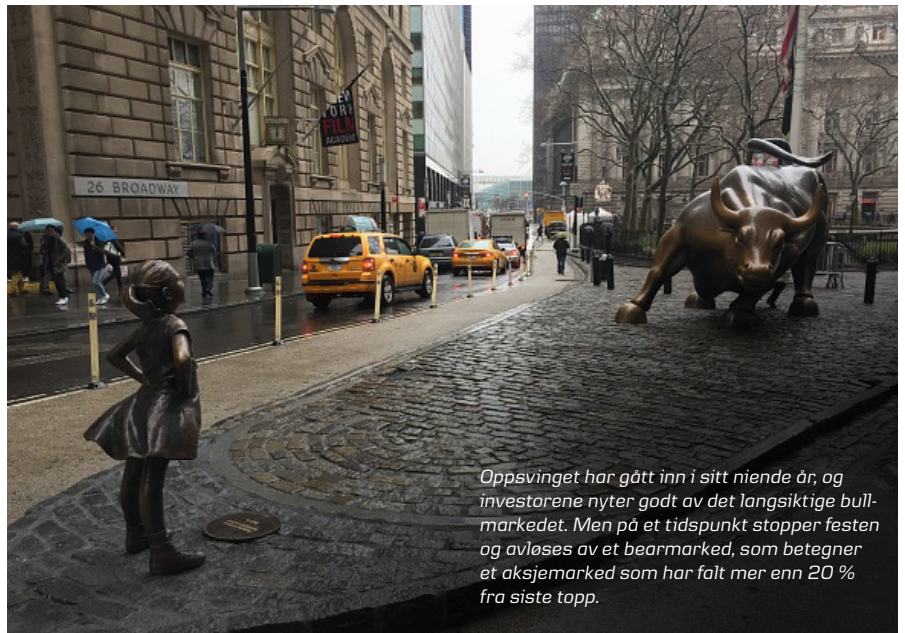


Kilde: Macrobond og Danske Bank.



Vi forventer at dagens bullmarked vil fortsette i 2018, noe som også er grunnlaget for vår nåværende overvekt i aksjer.

►► befinner oss i et bullmarked, der selskapenes inntjening rettferdiggjør kursøkningene, og så lenge selskapene leverer på inntjeningssiden, vil aksjeoppturen kunne fortsette. Verdivurderingen av spesielt amerikanske aksjer ligger på den høye siden, men fortsatt bare på nivået der alarmklokkene våre er på nippet til å blinke, men langt fra å ringe. Når S&P 500-indeksen historisk sett har nådd dagens P/E-nivå, har den årlige avkastningen de påfølgende 10 årene likevel vært i pluss – i intervallet 1 til 8 prosent – men dette er selvfølgelig



Oppsvinget har gått inn i sitt niende år, og investorene nyter godt av det langsiktige bullmarkedet. Men på et tidspunkt stopper festen og avløses av et bearmarked, som betegner et aksjemarked som har falt mer enn 20 % fra siste topp.

ingen garanti for at dette også vil skje framover.

Det hører riktignok med til historien at den høye prisingen av aksjer i stor grad henger sammen med det svært lave rentenivået. Rentestigninger vil derfor kunne virke negativt for aksjer hvis økningen skjer for raskt eller for kraftig, slik at den økonomiske veksten

og selskapenes inntjening begynner å halte.

OBLIGASJONER: Rentene har stort sett ikke gjort annet enn å falle i 30 år, og hvis det er et sted hvor det potensielt kunne være en risiko for bobletendenser, er det etter vårt syn i rentemarkedet. I de senere årene ►►

RISIKOER: Her kan finansmarkedene bli påvirket – positivt eller negativt

Potensiell hendelse	Forventet kortsiktig effekt på finansmarkedene	Forventet langsiktig effekt på finansmarkedene
De økonomiske tillitsindikatorerne, spesielt PMI-tallene, faller mer enn forventet fra dagens høye nivåer. (For øyeblikket er forventningen at de i løpet av 2018 vil begynne å flate ut, men hvis dette skjer stille og rolig, burde det ikke ha noen større effekt på markedsutviklingen).	Investorenes risikovilje vil avta. Aksjer og renter faller, men nøkkeltall som trekker i motsatt retning, vil virke dempende på bølgene.	Fortsetter nedgangen i tillitsindikatorerne, vil de langsiktige effektene avhenge sentralbankenes reaksjon. Nye lettelser vil støtte opp under aksjemarkedet, men avkastningen vil bli mer moderat og volatiliteten øke.
Inflasjonen forblir lav, og Fed mykner opp i pengepolitikken.	Fallende renter og fornyet styrke til risikable aktiva.	Oppgangen fortsetter lenger enn forventet, og det samme gjør oppgangen på aksjemarkedene.
Lønnsveksten overrasker på den høye siden.	Rentene stiger markant, og aksjemarkedene faller. Markedet priser for øyeblikket bare inn to amerikanske renteøkninger i 2018 mot Feds anslag på tre, men markedet justerer forventningene oppover.	Det blir roligere i markedene, og oppgangen fortsetter, fordi økonomiene er sterke nok til å absorbere høyere renter.
Svake kinesiske nøkkeltall utløser frykt for en hard økonomisk landing i Kina.	Globale aksjer faller, anført av vekstmarkedene.	Kina stabiliserer utviklingen, og markedene har igjen god støtte.
Handelskrig. USA trekker seg fra NAFTA og utløser frykt for handelskrig med andre land/regioner.	Nervøisitet sender aksjemarkedene nedover, anført av amerikanske bilaksjer, stål og jordbruk, og den meksikanske pesoen og den kanadiske dollaren svekkes.	Minimale effekter, fordi samhandelen fortsetter som før, og Donald Trump avstår fra ytterligere tiltak og er fornøyd med annonseringen av NAFTAs endelikt.
Nord-Korea-krisen eskalerer / USA involverer seg militært.	Store aksjekursfall. Jakten på trygge havner sender rentene nedover.	Avhenger av hva slags krig det ender med.
Økt spenning i Saudi-Arabia/Midtøsten, som får negativ effekt på oljeproduksjonen.	Oljeprisen stiger kraftig og aksjemarkedene faller.	Andre land skruer opp oljeproduksjonen, og stigende oljepris får ingen realøkonomisk effekt.

► har sentralbankenes massive oppkjøpsprogrammer presset rentene ned på et nivå som vi mener er unaturlig lavt. Vi mener også at det kommer til å bli sentralbankene selv som punkterer boblen. I USA er den amerikanske sentralbanken, Fed, i gang, og så langt ser det ut til at de vil lykkes med en kontrollert normalisering med gradvise renteøkninger.

GJELD: På globalt plan utgjør gjeld i dag 220 % av BNP, noe som er en økning

på ca. 45 prosentpoeng siden finanskrisen. Til tross for den økte og høye gjeldsgraden sett i historisk sammenheng, mener vi ikke at dette i 2018 blir en begrensning for veksten, og vi mener at gjeldsbelastningen for øyeblikket er håndterbar. Det skyldes blant annet at rentene er lave og at den økonomiske oppturen styrker de offentlige budsjettene. Samtidig er ikke gjeldsreduksjonen i husholdningene lenger en begrensning for den økonomiske veksten, noe som bidrar til det synkrone, globale opp-

svinget. Men hvis rentene stiger mer eller raskere enn forventet fra dagens svært lave nivåer, jmf punkt om obligasjoner ovenfor, kan det svekke veksten betydelig, og den økte rentebelastningen vil gjøre gjelden vanskeligere å håndtere.

I de utviklede markedene er det den offentlige gjelden som står for økningen, men i vekstmarkedene er situasjonen omvendt. Her er det gjelden i privat sektor som har steget, anført av Tyrkia og ikke minst Kina. På 10 år har den kinesiske privatgjelden i forhold til BNP økt med 95 prosentpoeng – og historisk sett har alle vekstmarkedslandene som har opplevd en økning på 30 prosentpoeng over et tiår endt med en eller annen form for bankkrise. Vi anser derfor den kinesiske kredittutviklingen som en av de største risikofaktorene i 2018, men som beskrevet nærmere under avsnittet om Kina, forventer vi at kinesiske myndigheter er i stand til å tøyte utviklingen.

BOLIGMARKEDET: Det synes å være en utbredt oppfatning at spesielt de nordiske boligmarkedene (med unntak av Finland) er overopphøyet, og at en korreksjon er under oppseiling. Vi er enige i at eiendomsmarkedet i Norge og Sverige utgjør en risiko for den finansielle stabiliteten, og at en større korreksjon på boligmarkedet potensielt kan utløse en krise. Dette vil derimot være et nordisk problem, og ikke et problem som vil slå den globale oppgangen ut av kurs.

De svenske boligprisene har, etter mange år med kraftig økning, begynt å falle i løpet av høsten. Dette kan medføre en nedgang i den økonomiske veksten i Sverige, som i stor grad har vært drevet av boligbygging, og også privatforbruket kan bli redusert hvis prisfallene fortsetter. Dette betyr at renteøkningene i Sverige er utsatt på ubestemt tid. Også i Norge har vi sett fallende boligpriser etter store oppganger, spesielt i Oslo-området, men den norske økonomien er ikke like avhengig av boliginvesteringer, og det er tegn på at prisfallet ikke vil vedvare.

Boligprisene i Danmark er fortsatt lavere enn for 10 år siden, og i motsetning til da, er ikke den økonomiske veksten avhengig av fortsatt stigende priser og gjeld. Derfor utgjør boligmarkedet bare en liten risiko i Danmark, selv om prisene i enkelte lokale områder har steget kraftig og risikerer å falle igjen. I Finland er stigende boligpriser et ►►

Sentralbankenes vanskelige balansegang

Sentralbankene har bidratt til den økonomiske oppturen ved å føre en historisk ekspansiv pengepolitikk, og nå er det sentralt at de klarer å fase ut den ekspansive pengepolitikken i riktig tempo. Hever sentralbankene rentene for fort eller for mye, risikerer de å kvele den økonomiske veksten, og handler de for sakte, risikerer økonomiene å overopphøyes.

Den amerikanske sentralbanken (Fed) har kommet lengst med de pengepolitiske innstrammningene, og her har Fed gått forsiktig til verks. Historisk sett (siden 1971) har Fed foretatt 5,8 renteøkninger årlig i perioder med renteøkninger, men siden den første renteøkningen i løpet av den nåværende oppgangsperioden, i desember 2015, har Fed så langt bare gjort fire renteøkninger på 0,25 prosentpoeng i løpet av en periode på nesten to år.

Sett i forhold til utviklingen i den amerikanske økonomien, har Fed så langt funnet en fornuftig balanse i innstrammningene, og vi forventer fortsatt en langsom og kontrollert nedtrapping.

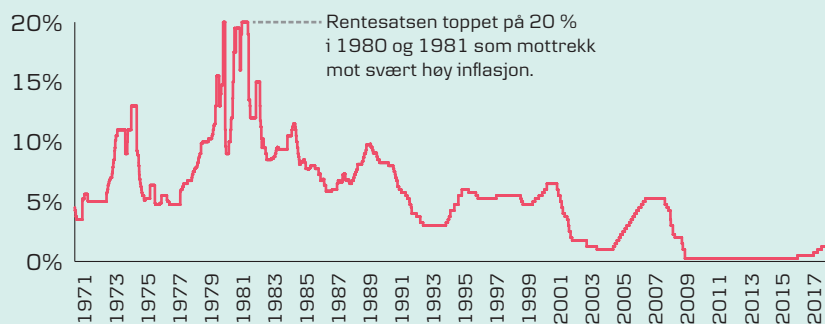


Jerome Powell blir i 2018 den nye lederen for den amerikanske sentralbanken. Han forventes å fortsette de forsiktede innstrammningene av pengepolitikken.

5,8

er det gjennomsnittlige antallet årlige renteøkninger i perioder med pengepolitiske innstramminger fra Fed. De siste to årene har Fed foretatt fire.

Utviklingen i den ledende amerikanske renten (Federal Funds Target Rate)



Kilde: Macrobond



Den amerikanske sentralbanken, som har hovedkontor i Washington, vil få sin del av oppmerksomheten i 2018, der det forventes flere renteøkninger. Historisk sett har utviklingen i rentedifferansen mellom den amerikanske to- og tiårige renten vært en av de beste indikatorene på en konjunkturvending. Forut for tidligere resesjoner har den tiårige renten falt under den toårige, der det vanligvis er omvendt.

► isolert fenomen i lokale områder og utgjør ikke en vesentlig risiko for økonomien.

2. Når avsluttes bullmarkedet for aksjer?

I likhet med bobler, varer bullmarkeder med stigende kurser ofte lenger enn det vi forventer. I motsetning til bobler, er det imidlertid noe lettere å identifisere et bullmarked. Her er det nemlig den fundamentale økonomiske utviklingen som er drivkraften. Så lenge de makro-økonomiske forholdene er på plass, vil aksjemarkedene få støtte og være inne i en positiv oppadgående trend.

Historisk er det konjunkturvinger som utløser bearmarkeder med fallende kurser. Mange andre typer hendelser kan utløse korreksjoner som er midlertidige tilbakeslag i et bullmarked, men de verste og lengste nedturene utløses av nedgang i veksten – i verste fall resesjon.

Kan man forutse konjunkturomslag og dermed når et bullmarked stopper, er det gode penger å tjene i finansmarkedene, men dessverre er det praktisk talt umulig. I ettertid er det lett å finne de indikatorene som forutsier konjunkturerne best, men til syvende og sist beror alt på en kvalitativ vurdering.

En av de beste indikatorene som finnes på en konjunkturvending, har historisk sett vært rentedifferansen mellom den amerikanske to- og tiårsrenten. Alle tidligere resesjoner har kommet i kjølvannet av en invertering av renteforskjellen – det vil si når den tiårige renten har falt under den toårige, der det vanligvis er omvendt. Dette skjer for eksempel når markedet priser inn at Feds renteøkninger har nådd et nivå der



Historisk er det konjunkturvinger som utløser bearmarkeder.

de vil få negativ effekt på den økonomiske utviklingen. Det kan gi en forventning om at Fed på sikt vil måtte stimulere igjen, og de forventede framtidige rentenedsettelsene prises inn først i de lange rentene, som dermed blir lavere enn de korte rentene. Men utfordringen er, ikke overraskende, å ha de riktige forventningene til renten. På 12 måneders sikt forventer vi at den toårige amerikanske renten vil stige til 2,10 % og den tiårige til 2,70 %, så vi ser med andre ord ingen tegn på at rentedifferansen vil bli invertert i 2018 – og dermed er det etter vår mening ingen faresignaler på denne fronten.

Sluttspurt til toppen av aksjemarkedet

Historien viser også at det kan bli dyrt i form av tapt avkastning å gå for tidlig ut av et bullmarked. Siden 1937 har de siste 12 månedene av et bullmarked i gjennomsnitt generert en avkastning på 25 %, og per i dag forventer vi som nevnt at det nåværende bullmarkedet vil fortsette i 2018. Med overvekt i aksjer følger vi dermed den oppadgående trenden og rir oksen, men vi husker beskyttelsen. Vi sørger for å opprettholde en godt diversifisert portefølje av både aksjer og obligasjoner, fordelt på mange

ulike regioner, sektorer og verdipapirer.

Selv om livet som investor kan virke lett og bekymringsløst i oppgangstider, er det viktig å være tro mot strategien sin og opprettholde den riktige balansen mellom aksjer og obligasjoner i forhold til investeringsprofilen man har valgt. Det omfatter blant annet at man løpende selger seg ut av aksjer i et bullmarked, slik at aksjeandelen ikke fyller en for stor andel av porteføljen på bekostning av obligasjonsandelen, og at bufferen – i form av obligasjonsandelen – dermed har blitt for liten. På denne måten sikrer man kontinuerlig den ekstra avkastningen og reduserer samtidig risikoen for ubehagelige overraskelser når markedet snur.

3. Hvordan vil Kina utvikle seg etter den store partikongressen?

Den tredje store problemstillingen for 2018, dreier seg om utviklingen i Kina. På den store partikongressen i oktober, skrev Xi Jinping seg selv inn i historiebøkene som den mektigste kinesiske leder siden Mao Zedong og sendte et tydelig signal til resten av verden – ikke minst amerikanerne. Xi annonserte at det er på tide at Kina inntar en sentral rolle i internasjonale affærer, og at landet innen 2050 vil være en ledende global stormakt.

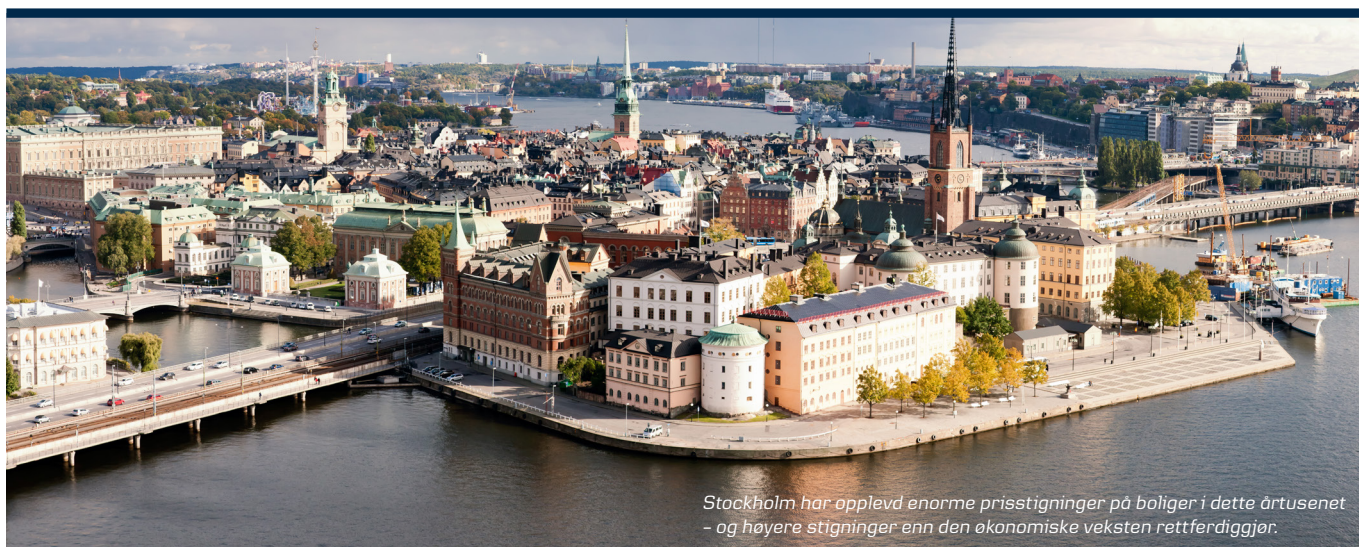
Kina er ikke annerledes enn resten av verden, og kinesiske politikere har behov for å legitimere seg. Siden 1973 har den økonomiske utviklingen vært den bærende søylen. Strukturelle årsaker har lagt lokk på korstoget. Kina har vokst og modnet, og helt naturlig har den potensielle vekstraten falt. Kinas utfordring er nå å få den strukturelt ►►

►► rette blandingen av vekst for å skape vedvarende framgang og utvikling. Det er sosialisme med kinesiske trekk i en ny æra, som Xi har døpt landets nye overordnede strategi. Det er den kinesiske versjonen av populisme, og det er ikke rart at det har vakt bekymring i USA. For oss som investorer betyr dette at den geopolitiske risikoen vil

øke. Kinas selvsikkerhet som stormakt kan øke spenningene i forhold til f.eks. Taiwan og Sør-Kinahavet, der USA også har politiske interesser. Til slutt kan USA og Kina – som beskrevet senere – komme i konflikt rundt håndteringen av Nord-Korea.

Trump-administrasjonen ønsker å stå på sidelinjen rent samhandelsmes-

sig, mens Kina er opptatt av å utvide handelsforbindelsene sine, blant annet gjennom prosjektet One Belt One Road – populært kalt den nye Silkeveien. Samtidig har Kina begynt å bruke sin økonomiske styrke via uformelle sanksjoner mot blant annet Japan, Sør-Korea, Vietnam og Taiwan for å oppnå politiske mål i regionen. Både ►►

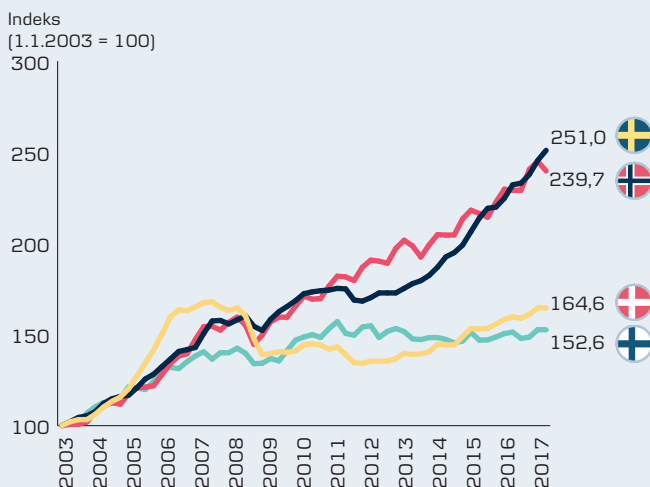


Stockholm har opplevd enorme prisstigninger på boliger i dette årtusenet – og høyere stigninger enn den økonomiske veksten rettferdiggjør.

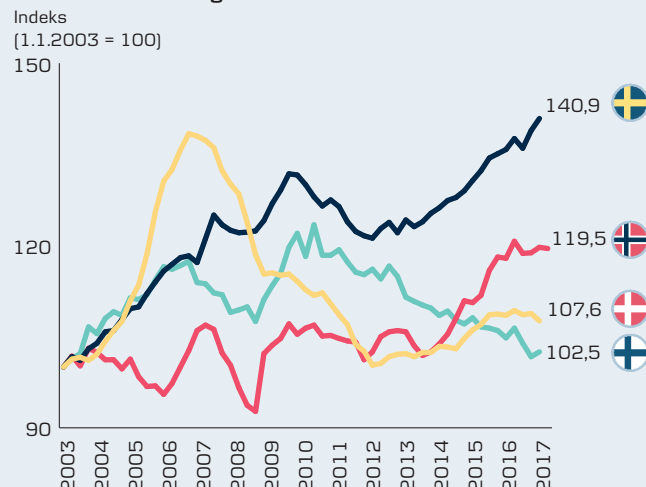
Utviklingen i de nordiske boligprisene

I de nordiske landene har Sverige og Norge opplevd den høyeste økningen i boligprisene – både når man ser på de nominelle prisstigningene og prisstigningene målt i forhold til den økonomiske utviklingen (BNP), der prisene har steget betydelig mer enn den økonomiske veksten rettferdiggjør. Grafene viser også hvordan Danmark i årene fram mot finanskrisen opplevde en boligboble, som sprakk i perioden 2007-2011.

Utviklingen i boligprisene



Utviklingen i boligprisene sett i forhold til utviklingen i BNP



Kilde: Macrobond. Data for eneboliger fra 1.1.2003 til 7.1.2017 – for Danmark og Finland kun fram til 1.4.2017. Det samme gjelder data for boligpriser målt i forhold til BNP i Sverige.

►► uformelle og formelle relasjoner vil binde Asia tettere og tettere sammen, og jo større den gjensidige avhengigheten blir, desto større blir risikoen for spenninger mellom USA og Kina.

Jubileum lurер i horisonten

På den økonomiske fronten, anser vi Kina som en betydelig risikofaktor i 2018. Vi forventer at den økonomiske veksten i Kina vil fortsette nedover, og i 2018 lande på 6,3 %. Dette er imidlertid fortsatt en sterk vekst og noe som i seg selv ikke bekymrer oss. Men på kortere sikt er det i stor grad investorenes umiddelbare oppfatning av



Dynamikken som driver finansmarkedene og investorene, har ikke forandret seg. Det handler fortsatt om mennesker.

hendelser som driver finansmarkedene, og hvis det kommer nøkkeltall som kan indikere at det går for fort nedover i Kina, kan det skape kortsiktig uro på finansmarkedene.

De kinesiske myndighetene har imidlertid mye på spill de neste par årene. Den 23. juli 2021 kan kommunistpartiet nemlig feire 100-årsjubileum, og det er vanskelig å forestille seg at den politiske ledelsen er interessert i å gå denne dagen i møte hånd i hånd med en økonomisk krise eller skuffende vekst. Det kan få myndighetene til å iverksette tiltak som støtter opp om veksten og stabiliteten. Kinas ambisjon om å doble BNP per innbygger fra 2010 til 2020 er fortsatt intakt, og Kina må ha en gjennomsnittlig årlig vekst på 6,3 % i 2018-2020 for å nå målet. Vi blir imidlertid ikke overrasket dersom myndighetene sikter høyere, slik at de i 2021 kan feire en økonomisk suksess sammen med kommunistpartiets jubileum.

Kredittutviklingen skal komme under kontroll

En annen klar beskjed fra partikongressen er at myndighetene vil bremse kredittveksten og tilrettelegge for finansiell stabilitet gjennom økt regulering for å unngå en systemisk krise. Den kinesiske kredittutviklingen med store private utlån utgjør, som tidligere nevnt, en av

de største risikoene i det kommende året, men myndighetene er klar over risikoen med kredittveksten. Dermed bør de kunne klare å unngå en krise med den rette strategien for innstramninger, slik at de unngår en bråstopp på utlånssiden.

Balansegangen er vanskelig, og det handler om å ikke kvele veksten i sektorer med framdrift. Men hvis det ikke blir gjort noe, kan det hende at flere banker ikke klarer å unngå å erklære seg insolvente i løpet av 2018. Andelen misligholdte lån er stigende, og de statseide selskapene sliter med lønnsomheten og har samtidig den høyeste gjelden.

Det er imidlertid viktig å understreke at Kina selv kan løse problemet. Statsgjelden er moderat, og flere økonomer mener at en rekapitalisering av bankene vil øke statsgjelden med ca. 45 prosentpoeng til rundt 80 % av BNP. Dette er høyt sammenlignet med andre vekstmarkeder, men på nivå med de sterkeste vestlige landene (Tyskland med ca. 70 % og USA med ca. 100 %). Kort sagt kan vi ikke se for oss at det vil utspille seg en finansiell kinesisk krise i løpet av 2018, men får vi se den minste indikasjon på at det kan gå galt, vil spekulasjoner og frykt for en krise kunne utløse en større korleksjon på de globale aksjemarkedene. ►►



De kinesiske millionbyene, her Beijing, sliter med stor forurensning. Myndighetene har erklært krig mot forurensningen, men det kan koste på den økonomiske veksten.



I juni ble Muhammad bin Salman utnevnt til ny kronprins i Saudi-Arabia, og det har ført til reformer – som for eksempel at kvinner skal få lov til å kjøre bil – men også maktkamper. Hvis maktkampene og den politiske uroen i Saudi-Arabia utvikler seg, kan det i verste fall få konsekvenser for landets store oljeproduksjon.

Forurensning kan bli kostbart for veksten

Et annen viktig reformpunkt som kort-siktig kan bli negativt for den økonomiske veksten og selskapenes lønnsomhet, er forurensning. I sin tale ved partikongressen bekreftet Xi med sin visjon om «Beautiful China» at miljøutfordringene skal løses. I samme åndedrag har regjeringen også gått "all-in" på bærekraft og vil fokusere på å utvikle teknologi-sektoren på områder som f.eks. elbiler, solenergi, vindkraft og roboter.

Dessuten forventer vi at reformene av de statseide bedriftene (SOE) vil fortsette, og at fokuset fortsatt vil være på å redusere overkapasiteten i visse sektorer, som blant annet stål, styrke styringsstrukturen og å gjøre SOE mer lønnsomme. Alt sammen er nødvendige reformer som vil sikre langsiktig produktivitet og framgang. Totalt sett er vi også langsiktig positive til Kina og har overvekt i kinesiske aksjer, sammenlignet med andre vekstmarkeder.

4. Hvilke kjente og ukjente geopolitiske konflikter vil ramme oss?

Her ved terskelen til 2018, er det betydelige geopolitiske risikoer. Vanligvis har derimot ikke geopolitiske konflikter langvarige negative effekter på finansmar-

10

mill. fat olje – så mye produserer Saudi-Arabia daglig (avrundet). Det tilsvarer omtrent en åttendedel av den globale produksjonen. Bare Russland ligger på et tilsvarende nivå.

kedene, fordi de sjelden utløser større og mer varige tilbakeslag i økonomien. Midlertidige negative reaksjoner kan riktignok forplante seg til realøkonomien og utløse vekstnedgang via fallende forbruker- og bedriftstillit, men dette hører til sjeldenhetene.

Det betyr likevel ikke at man som investor kan tillate seg å ignorere geopolitikk. Krieger og konflikter utløser usikkerhet blant investorene, som per definisjon hater usikkerhet.

Nye geopolitiske konflikter kan oppstå plutselig og overraskende, mens andre på kort tid kan eskalere svært voldsomt. Etter vårt syn bør man blant annet holde øye med følgende to situasjoner det kommende året.

NORD-KOREA: Mediene fokuserer ikke lenger like mye på Nord-Korea, men landet lurer latent som en uløst konflikt. Vi har ingen anelse om det vil ende med en krig eller ikke, men vi ser det slik at amerikanerne kanskje aldri har vært nærmere et ønske om å styrte det nordkoreanske regimet.

I det øyeblikket Nord-Korea retter missiler mot amerikansk territorium, vil det tvinge Donald Trump til å ta en avgjørelse: enten vente og se hvor langt missilet når, skyte det ned eller forhindre at det noen gang blir avfyrt. Han har neppe lyst til det første, og de to siste betyr at vi sannsynligvis vil våkne opp til en dag med amerikansk militær intervensjon på den koreanske halvøya og en dramatisk opptrapping av konflikten.

Samtidig kan den nordkoreanske krisen potensielt åpne opp for en konflikt mellom USA og Kina. Førstnevnte er drevet av missiltrusselen mot amerikansk territorium, og hvis Donald Trump mener at en missil er på vei, blir han tvunget til å reagere. Kina er interessert i et stabilt Nord-Korea. De økonomiske og menneskelige kostnadene ved å styrte regimet, eller at USA gjennomfører en militæraksjon, er kolossale og vil bli et kinesisk problem mer enn et amerikansk.

MIDTØSTEN: På samme måte som Xi Jinping har begynt å sementere makten sin i Kina, har den saudiarabiske kongen Salman bin Abdulaziz bin Saud også begynt. Arrestasjonen av flere prominente ledere er den viktigste politiske utviklingen i landet siden 1975, og det handler ikke om korrupsjon, men om makt. Makt til kronprins Muhammad bin Salman, som nylig har møtt stor motstand i forbindelse med beslutninger som omhandler blant annet Qatar, Iran og Jemen.



Nye geopolitiske konflikter kan oppstå plutselig og overraskende, mens andre på kort tid kan eskalere svært voldsomt.

Den senere tids hendelser har avslørt en eksplosjon av politisk ustabilitet i Saudi-Arabia, og dette gjør investorene nervøse. Siden krisen med en rekke arabiske staters boikott av Qatar rammet i mai, har prisen for å forsikre seg mot mislighold i landene i Midtøsten steget, og den har ikke falt igjen.

Hvis konfliktene i Midtøsten eskalerer – og spesielt dem som involverer Saudi Arabia – kan det potensielt påvirke oljeprisen og smitte negativt over på finansmarkedene. Umiddelbart har vi imidlertid vanskelig med å se hvordan dagens politiske ustabilitet skal kunne påvirke oljeproduksjonen i Saudi-Arabia, med mindre uroen utvikler seg til en slags borgerkrig i landet.



FOKUS

Investorenes farlige forkjærlighet

Mange investorer bør ha risikospredning høyt på agendaen i 2018. Det bekrefter en ny spørreundersøkelse fra Danske Bank.

Nyttår nærmer seg, og for mange investorer vil det være et opplagt nyttårsforsett å redusere andelen lokale aksjer de har i porteføljen i det kommende året. En ny undersøkelse i de nordiske landene dokumenterer at folk har en særdeles stor forkjærlighet for aksjer i sitt eget hjemmemarked, og det er både tankevekkende og bekymringsfullt. Totalt svarer 68 % av nordiske inves-

torer som selv investerer i aksjer eller aksjefond at de har mer enn halvparten av aksjeinvesteringene sine i lokale aksjer – og 30 % har utelukkende lokale aksjer i porteføljen. Når det gjelder aksjeinvesteringer, lar globaliseringen altså vente på seg.

Små og sektorfokuserte
Problemet med den høye andelen av lo-

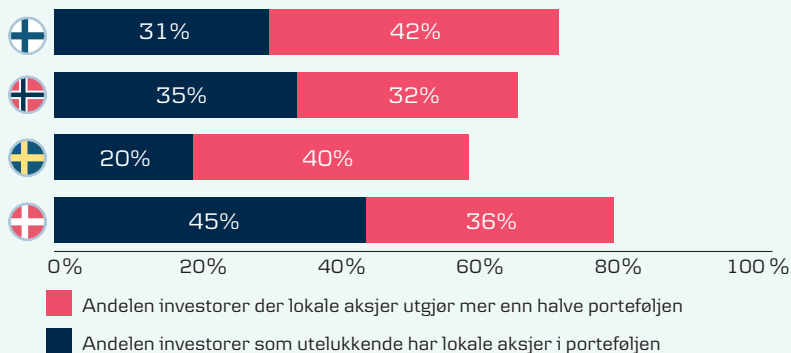


Tilsynelatende har de færreste investorer lyst på gratis lunsj.

Nordisk forkjærlighet for lokale aksjer

Totalt har 68 % av nordiske investorer som selv investerer i aksjer eller aksjefond mer enn halvparten av aksjeinvesteringene sine i lokale aksjer. Det er imidlertid store forskjeller fra land til land. Andelen er lavest i Sverige (60 %) og høyest i Danmark (81 %).

Andelen investorer med mer enn halve aksjeforføljen investert i lokale aksjer



Kilde: Danske Bank / Prospera.

kale aksjer er at de nordiske aksjemarkedene er svært små i global sammenheng. Utvalget av aksjer er begrenset og vanligvis dominert av noen få store selskaper, og samtidig har aksjemarkedene en ubalansert sammensetning, der enkelte sektorer er ekstremt dominerende, mens andre sektorer rett og slett ikke forekommer.

I Danmark utgjør for eksempel farmasisektoren mer enn halvparten av C20-indeksen, i Sverige utgjør industri og finans tilsammen rundt to tredjedeler av OMX30-indeksen, i Norge vektet energi tungt i OSEBX-indeksen, mens industri og materialer er tungvektet i H25-indeksen i Finland.

Selv om det er mange attraktive selskaper i Norden, gjør de små og ubalanserte lokale aksjemarkedene det vanskelig for investorer i hvert enkelt land å oppnå en tilstrekkelig risikospredning på tvers av selskaper og sektorer. Samtidig ligger det i sakens natur at lokale aksjer kan gi en begrenset geografisk risikospredning. ►►

► En oversett gratis lunsj

Med en høy andel av lokale aksjer i porteføljen, påtar du deg dermed en unødvendig høy risiko, og teoretisk sett er ikke dette en risiko du blir belønnet for å ta.

Uttrykket there's no such thing as a free lunch er et klassisk begrep innenfor økonomien og er også tittelen på en bok skrevet av Milton Friedman, den amerikanske nobelprisvinneren i økonomi. Poenget er at ingenting kommer gratis – heller ikke i finansmarkedene – men det finnes faktisk unntak.



Hvis vi løfter blikket og kikker mot fremtiden, forventer vi et sterkere fokus på risikospredning.

Med god risikospredning i investeringene dine kan du oppnå et mer attraktivt forhold mellom forventet avkastning og risiko. Ved å velge den riktige sammensetningen av investe-

ringer, kan du for eksempel redusere risikoen for tap uten at det går ut over avkastningen du kan forvente å få. Denne såkalte diversifiseringsgevinsten er et sjeldent eksempel på en gratis lunsj – og sannsynligvis den eneste kostnadsfrie fordelen man har som investor.

Handler om kunnskap og trygghet

Men tilsynelatende fristes for få investorer av denne gratis lunsjen, og når vi spør om de nordiske investorenes forkjærlighet for lokale aksjer, er de mest hyppige begrunnelsene at de har størst kunnskap om lokale aksjer og føler deg mest komfortable med å investere i dem.

Men som en investor trenger du ikke å la deg begrense av din egen kunnskap. Via investeringsrådgivere, fond eller andre investeringsløsninger, kan du enkelt oppnå en god og kvalifisert spredning av investeringene dine på tvers av regioner. Og når det gjelder spørsmålet om trygghet, er det snakk om en falsk trygghetsfølelse. Nordiske aksjer kan falle minst like mye, raskt og overraskende som globale aksjer.

Trender for fremtiden

Hvis vi løfter blikket og kikker mot fremtiden, forventer vi et sterkere fokus på risikospredning, der det kan være ytterli-

gere diversifiseringsgevinster å hente. Overordnet sett er det to lag av risikospredning når man investerer. For det første har man risikospredning på tvers av aktivaklasser – som aksjer, obligasjoner og ev. alternative investeringer – og for det andre har man risikospredning på tvers av verdipapirer innenfor hver enkelt aktivaklasse.

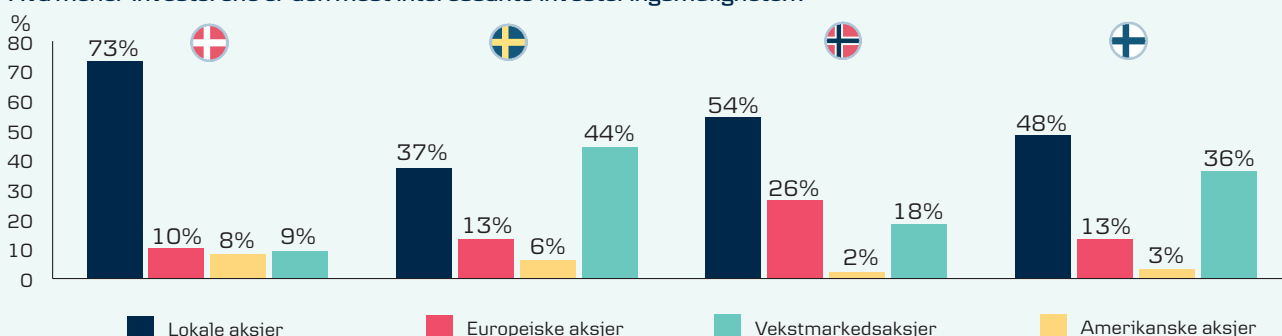
Når det gjelder risikospredning innenfor hver aktivaklasse, forventer vi at det vil bli et økt fokus på investment styles – investeringsstiler – som er en betegnelse for ulike tilnæringer til investering. La oss ta aksjer som et eksempel. Her er klassiske investeringsstiler for eksempel aktiv kontra passiv investering, vekstaksjer kontra verdiskaper og small cap-aksjer kontra large cap-aksjer.

I dag er risikospredning på tvers av sektorer og regioner de viktigste variablene i aksjeporteføljen, men spredning på tvers av investeringsstiler kan være en viktig tredje variabel som øker den totale risikospredningen og gjør den gratis lunsjen enda mer fristende. Her snakker vi imidlertid om risikospredning på et avansert nivå, og du kan også klare deg med mindre. I første omgang kan du som investor ta et stort og viktig skritt ved ganske enkelt å forlate komfortsonen som heter lokale aksjer.

Høye forventninger til lokale aksjer

Mange investorer har en sterk tiltro til det hjemlige aksjemarkedet, som de mener er den mest interessante investeringsmuligheten. Tendensen er sterkest i Danmark og svakest i Sverige, der en større andel av investorene peker på vekstmarkedene som den mest interessante investeringsmuligheten.

Hva mener investorene er den mest interessante investeringsmuligheten?



Kilde: Danske Bank / Prospera.

Husk alltid risikoen som investor:

Utgangspunktet for denne publikasjonen er Danske Banks forventninger til makroøkonomien og finansmarkedene. Hvis utviklingen avviker fra forventningene våre, kan det potensielt påvirke avkastningen på eventuelle investeringer negativt og gi tap.

Danske Bank har kun utarbeidet dette materialet som informasjon, og det utgjør ikke en investeringsanbefaling.

Snakk alltid med en rådgiver hvis du vurderer å gjøre en investering på bakgrunn av dette materialet, slik at du får avdekket om en gitt investering er egnet for investeringsprofilen din, inkludert risikovilje, tidshorisont og tapsevne.

Danske Bank A/S
Bryggetorget 4
NO-0250 Oslo

+47 85 40 98 00
CVR-nr. 61 1262 28
danskebank.com