



Danske Bank Wealth Management
Quarterly View Q4 2017

Nå høster vi fruktene av sentralbankenes store eksperiment

HOVEDPUNKTER

Makro: Gode utsikter for økonomien og aksjemarkedet	2
Risikofaktorer: Dette kan ramme finansmarkedene	3
Tilbakeblikk: 70 år med oppturer og nedturer	5

Danske Bank



Den europeiske sentralbanken i Frankfurt fortsetter foreløpig med oppkjøp av obligasjoner for å stimulere økonomien, men vi forventer en snarlig nedtrapping.

Gode utsikter for økonomien og aksjemarkedet

Siden finanskrisen har sentralbankene tilført tusenvis av milliarder kroner til de vestlige økonomiene, og endelig ser vi ut til å befinne oss i en selvdrevet oppgang der den globale økonomien ikke lenger har behov for kunstig åndedrett. Dette er en vesentlig grunn til vårt positive syn på aksjer.

Etter lengre tids famling i kjølvannet av finanskrisen, har verdensøkonomien omsider gjenvunnet fotfestet.

Den globale veksten har akselerert siden begynnelsen av 2016 og nådde i første halvdel av 2017 hele 3,4 %, noe som er nesten ett prosentpoeng over det vi mener er et langsiktig normalnivå.

Arbeidsmarkedene er på vei framover, privatforbruket er sterkt, og selskapene skrur opp investeringene. Kort sagt befinner vi oss nå i den fasen av oppsvinget der veksten endelig ser ut til å være selvdrevet og ikke lenger er avhengig av kunstig åndedrett fra sentralbankene. Det er ekstremt positivt.

I lys av dette forventer vi at det

globale oppsvinget vil fortsette inn i 2018, men med et noe svakere momentum enn i år. Og kombinasjonen av global oppgang og lav inflasjon betyr at vi fortsatt befinner oss i det såkalte Gullhår-scenariet, som er et godt sted å være sett med investorøyne. Sterk inntjening i selskapene og et støttende makromiljø gjør aksjer relativt sett mer attraktive enn obligasjoner, og konkret overveker vi aksjer og underveker obligasjoner. I løpet av de neste 12 månedene forventer vi en avkastning på globale aksjer på 8-12 % målt i lokal valuta, der valutakursenes utvikling kan påvirke avkastningen målt i norske kroner. ►►

Forventet avkastning fra globale aksjer

8-12 %

de neste 12 månedene, målt i lokal valuta.



Overvekt i aksjer



Undervekt i obligasjoner

►► Men veien hit har vært lang og nervepirrende. Det har tatt nesten åtte år med tildels svak fremgang for verdensøkonomien å nå et punkt der veksten er selvdrevet. Åtte år med stor usikkerhet og frykt for at veksten når som helst kan tippe feil vei. Åtte år der verdensøkonomien har fått nødhjelp og har gått med krykker i form av den massive pengepolitiske stimulansen som de store sentralbankene lanserte i kjølvannet av finanskrisen og den europeiske gjeldskrisen. Og heldigvis kan vi nå konkludere med at det virket.

Ble startskuddet for «race to zero»
 Finanskrisen satte politikerne sjakk matt. Store redningspakker medførte store underskudd på de offentlige finansene og voksende statsgjeld. Da stormen var ridd av, sto vi derfor igjen uten finanspolitisk handlingsrom til f.eks. skattelettelser eller store investeringer i infrastruktur, og det ble derfor



Siden finanskrisen har sentralbankene brukt et beløp tilsvarende nesten 15 000 milliarder dollar på oppkjøp av verdipapirer.



Fra hovedkvarteret sitt i Washington D.C. begynner Fed nå avviklingen av historiens største pengepolitiske eksperiment. Ingen vet konsekvensene.

overlatt til sentralbankene å støtte opp om økonomien.

«Race to zero» ble det nye svaret. Sentralbankene presset styringsrenten i bunn for å gjøre finansiering billigere, slik at enkeltpersoner og bedrifter skulle låne flere penger og stimulere den økonomiske aktiviteten. Helt klassisk pengepolitikk – men dessverre uteble den ønskede effekten, og en rekke av verdens største sentralbanker kastet seg derfor ut i ukjent farvann og iverksatte historiens største pengepolitiske eksperiment.

Målet har vært refasjon – dvs. å

puste liv i noe som har kollapset. Og middelet har vært (og er) negative renter og massive oppkjøp av verdipapirer, foretatt av sentralbanker, som har oversvømt de vestlige økonomiene med penger for å løfte veksten og inflasjonen. Begrepet kvantitative lettelsler – eller i dagligtale QE [quantitative easing] – ble plutselig hverdagskost.

QE – hvem, hva, hvordan?

Kvantitative lettelsler (QE) dekker sentralbankenes store oppkjøpsprogrammer av primært statsobligasjoner, men også andre verdipapirer, som ►►

RISIKOFAKTORER: Dette kan påvirke finansmarkedene – positivt eller negativt

Potensiell hendelse	Forventet kortsiktig effekt på finansmarkedene	Forventet langsiktig effekt
Økt kinesisk reformtempo som fører til lavere vekst og at den kinesiske kredittboblen sprekker	Redusert risikovilje. Frykt for hard økonomisk landing i Kina – negativt for aksjemarkedet	Positivt for økonomien og finansmarkedene – baner vei for en sunnere og mer bærekraftig langsiktig kinesisk vekst
Euro stiger 10 % til mot dollar	Inntjeningen i selskapene påvirkes negativt i Europa og positivt i USA	Det relative vekstbildet endres i favør av USA. ESB tvinges til å beholde eller øke den ekspansive pengepolitikken
Nord-Korea-krisen eskalerer og utløser krig	Aksjekursene raser, anført av Asia	Store menneskelige og økonomiske omkostninger for Sør-Korea, som kastes ut i krise
Inflasjonen stiger uventet mye	Sentralbankene må stramme pengepolitikken mer og raskere enn forventet. Lange renter stiger betraktelig og bremser oppgangen i aksjekursene	Hvis sentralbankene lykkes i å få kontroll over utviklingen, forlenges oppsvinget, mens for store innstramninger kan føre til konjunkturedgang
Skattereform i USA	Økt risikovilje. Kan stimulere veksten og støtte opp om aksjemarkedet	Pengepolitiske innstramninger, stigende lange renter og økt underskudd i offentlige finanser



Veksten ser endelig ser ut til å være selvdrevet og er ikke lenger avhengig av kunstig åndedrett fra sentralbankene.

►► bolig- og selskapsobligasjoner, samt i Japan også aksjer.

Den amerikanske sentralbanken (Fed), Den europeiske sentralbanken (ESB), Bank of Japan og Bank of England introduserte den moderne utgaven av å la seddelpressen løpe. Siden finanskrisen har de til sammen brukt et beløp som tilsvarer nesten 15 000 milliarder dollar på oppkjøp av verdipapirer, og innsprøytingen av likviditet har foregått via bankene.

Ved å kjøpe obligasjonene direkte fra bankene, har sentralbankene slått tre fluer i én smekk:

- For det første ble en rekke av de mest usikre obligasjonene, som f.eks. søreuropeiske statsobligasjoner, fjernet fra bankenes balanser – til glede for finanssektorens stabilitet og troverdighet. Her er det verdt å huske at kjerneproblemet i finans- og gjeldskrisen i første omgang var et tillitsbrudd, og først etterpå en økonomisk resesjon, og derfor har det vært viktig å gjenreise tilliten til bankene.
- For det andre har statsrentene blitt presset til bunns, noe som har bremset en eksplosiv gjeldsspiral i Sør-Europa.
- Og for det tredje har oppkjøp av bolig- og selskapsobligasjoner presset ned lånekostnadene for privat sektor og frigjort midler til å øke etterspørselen.

Kan økonomien gå uten krykker?

Den gjennomførte pengepolitikken har imidlertid truffet bredere. De lave rentene har også gjort risikable aktiva som aksjer mer attraktive å investere i, sett i forhold til de lavt forrentede statsobligasjonene. Sentralbankene har dermed bidratt til å dytte investorene over i aksjemarkedet, der stigende aksjekurser har skapt positive formuesefferter, har

fått oss til å se lysere på framtiden og økt lysten vår til å bruke penger.

Og nå, åtte år senere, høster vi altså for alvor de realøkonomiske gevinstene i form av en selvgående økonomi – men likevel med et visst forbehold, for sentralbankenes pengepolitiske eksperiment er langt fra overstått. Etter kvantitative lettelsler følger kvantitative innstramninger (quantitative tightening), og det vil bli et av høstens store temaer.

Operasjonen var vellykket, pasienten har reist seg fra sykesengen, og nå er det på tide å se om pasienten endelig kan klare seg uten krykker. Sentralbankene, anført av Fed og ESB, har i løpet av 2017 skjerpet meldingene om at vi nærmer oss tidspunktet for nedtrapping av den massive stimulansen og at sentralbankene vil avvikle sine enorme beholdninger av verdipapirer.

Slik vil sentralbankene stramme inn

Sentralbankenes innstramning vil skje som en gradvis og svært forsiktig prosess i løpet av de kommende årene. Fed og ESB er de to viktigste sentralbankene.

FED FØRST: Fed leder an med kunngjøringen om at de fra oktober måned begynner å redusere reinvesteringene i obligasjoner. Fed foretar ikke lenger nye obligasjonskjøp. De bare reinvesterer renter og utbetalinger når obligasjonene i den nåværende beholdningen forfaller.

Fra oktober vil Fed alene reinvestere månedlige beløp som overstiger 10 milliarder dollar, og deretter blir grensen hevet med 10 milliarder dollar hver tredje måned, helt til vi når 50 milliarder dollar i oktober 2018. Fed i New York estimerer at de i løpet av de neste 4-5 årene vil redusere obligasjonsporteføljen med 1500-2000 milliarder ►►

Oppkjøp for nesten 15 000 milliarder dollar

Så mye har sentralbankene brukt på oppkjøp av verdipapirer:

Bank of Japan

4590
mrd. USD

ESB

5130
mrd. USD

Fed

4450
mrd. USD

Bank of England

710
mrd. USD

Kilde: Macrobond per 20.9.2017, regnet i dollar.

►► dollar, noe som er en knapp halvering av den nåværende beholdningen. På rentesiden forventer vi at neste renteøkning fra Fed kommer i desember.

DERETTER ESB: I Europa mener vi at en reell avvikling av de kvantitative lettelsene vil ta lenger tid, men at en nedtrapping er under oppseiling. Vi forventer at ESB i oktober vil annonsere at de begynner å redusere de månedlige obligasjonskjøpene fra 60 til 40 milliarder euro, selv om det også er en viss sannsynlighet for at de vil opprettholde det nåværende nivået. På rentesiden forventer vi tidligst å se den første renteøkningen rundt årsskiftet 2018/19, så i Europa fortsetter altså den ekspansive pengepolitikken, men potensielt med litt mindre styrke.

Utfordringer og framtidsutsikter

Det store spørsmålet er hvordan finansmarkedene vil reagere på sentralbankenes kvantitative innstramninger. Her ser

vi spesielt to potensielle utfordringer:

- For det første må det være andre kjøpere til å ta over der sentralbankene slipper. Uten andre kjøpere av obligasjoner, vil obligasjonskursene falle og rentene stige, med mindre tilbudet av obligasjoner samtidig faller. Sistnevnte er det imidlertid ingen tegn på, nå som størstedelen av den vestlige verden kjører med underskudd i offentlige finanser og har behov for å låne penger til finansieringen.
- For det andre er det snakk om en tilstramning av likviditeten. Pengene som Fed ikke reinvesterer, forsvinner ut av det økonomiske kretsløpet, og det kan til syvende og sist bidra til å begrense hvor mye bankene kan låne ut.

Generelt sett er de forestående instramningene imidlertid både forsiktige, forventede og godt annonserte, så vi



Den globale økonomien er inne i en sunn utvikling som fortsatt kan sikre god avkastning på finansmarkedene.

forventer ikke de helt store dramatiske effektene på rentene og økonomien. Men spennende blir det, uten at dette endrer på vår grunnleggende oppfatning om at den globale økonomien er inne i en sunn utvikling som fortsatt vil sikre god avkastning på finansmarkedene.

Aksjemarkedets oppturer og nedtureer gjennom 70 år

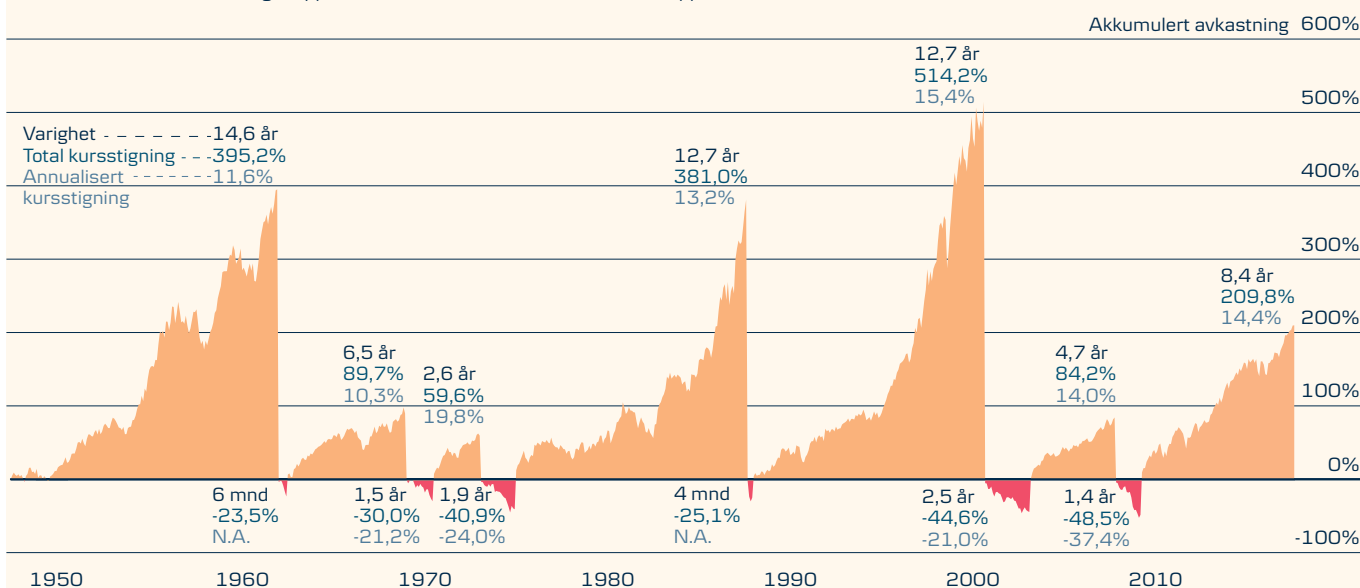
Grafikken viser den historiske utviklingen i den amerikanske aksjeindeksen S&P 500 fra 1947 til 2017. Det generelle bildet er at lange bullmarkeder (perioder med generelt stigende kurser) har blitt avløst av kortere bearmarkeder (perioder med betydelig fallende kurser), før nye bullmarkeder har inntruffet. Grafikken viser verdien av langsiktighet som investor, selv om den historiske utviklingen selvsagt ikke er noen garanti for den framtidige utviklingen.



BULL: Når markedet når nye toppnivåer etter et fall på minst 20 % i forhold til forrige toppnivå.



BEAR: Når aksjemarkedet stenger minst 20 % ned i forhold til det siste toppnivået.



Forutsetninger: Avkastningsberegningene er basert på månedsdata for S&P 500-kursindeksen i USD for perioden slutten av mai 1947 til slutten av august 2017. Historisk avkastning er ingen garanti for framtidig avkastning, som også kan bli negativ. Når den beregnede avkastningen er basert på månedsdata, kan den avvike noe fra den reelle historiske avkastningen.
Kilde: Macrobond per 21.9.2017

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-København
danskebank.com