

# Placeringsutsikter

Februari 2018

Skandia

---

**Nio år av  
börsuppgång  
– men inflationen  
kan rita om  
spelplanen**



## MEDVERKANDE



Maria Landeborn är sparekonom på Skandia och arbetar med spar- och placeringsfrågor.



Johan Lundqvist är makroekonom och arbetar med konjunktur- och placeringsbedömningar.



Lars-Göran Orrevall är chef för Skandias kapitalförvaltning.



Axel Brändström är förvaltningschef för Skandias kapitalförvaltningsbolag.

Publiceringsdatum: februari 2018

Detta material har tagits fram av Skandia i informations syfte. Det är inte ett erbjudande eller en förfrågan om att köpa eller sälja något finansiellt instrument. Även om skäliga åtgärder har vidtagits för att säkerställa att innehållet inte är osant eller missvisande så lämnas inga garantier om riktigheten eller fullständigheten och inget ansvar kan göras gällande på grund av förlust som åsamkats med förlitande på detta material.

De eventuella förslag om placeringar i finansiella instrument som presenteras i detta material utgör inte investeringsrådgivning enligt lagen om värdepappersmarknaden. Om du vill ha en personlig rådgivning utifrån dina individu-

ella förutsättningar rekommenderar vi att du kontaktar en rådgivare. Skandia har inget ansvar för eventuella åtgärder som vidtagits enbart på grundval av detta material.

Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. De pengar som placeras i fonder eller andra finansiella instrument kan både öka och minska i värde och det är inte säkert att du får tillbaka hela det insatta kapitalet. Materialet i denna presentation riktar sig inte till någon person eller något företag hemmahörande i USA, Kanada, Japan eller Australien eller i något annat land där publiceringen eller tillgängliggörandet av materialet är förbjudet eller tillåtligheten därav på något sätt är begränsad.

## INNEHÅLL



**A** KRÖNIKA 04

**B** MAKRO 06

**C** TEMA 08



**D** INFLATIONSSCENARION 12



**E** PORTFÖLJ 14



**F** SKANDIAS VÄRDEMÄTARE 17



**G** MARKNADSÖVERSYN 18



**H** RÄNTEPLACERINGAR 26





# I Placeringsutsikter våren 2018

Placeringsutsikter är publikationen som hjälper dig att fatta långsiktigt smarta och medvetna investeringsbeslut. Artiklarna är skrivna av pensionsbolaget Skandias kapitalförvaltning. Marknadssynen bygger på den långsiktiga strategin i Skandias traditionella livportfölj som idag uppgår till 430 miljarder kronor, varav majoriteten är tjänstepension.

I det förra numret av Placeringsutsikter, som publicerades i oktober 2017, fokuserade vi på de stora trenderna i världsekonomin. Vi såg att konjunkturen stärktes samtidigt i stora regioner i världen, bolagsvinsterna växte och företag och konsumenter blev alltmer positiva. Vi konstaterade att det fanns goda förutsättningar för vidare uppgång på börsen, men att höga aktievärderingar dämpar den långsiktiga potentialen. Det saknades heller inte risker att förhålla sig till.

Därefter har världens börser fortsatt uppåt – men den senaste tiden har volatiliteten återvänt till marknaden. Bakgrunden är att den starkare konjunkturen innebär en ökad risk för inflation, vilket gjort att räntorna stigit globalt. Detta är också en av de främsta riskerna vi pekade på i höstas – att en nedtrappning av stimulanserna kan få effekter på börsen. Detta fördjupar vi oss i på sidorna 8–9 samt 12–13.

Vi rankar även den långsiktiga avkastningspotentialen på världens sju aktiemarknader med hjälp av Skandias Värdeamatör. Den bygger på en bedömning av värderingar, vinsttillväxt och trend på respektive marknad, samt en kvalitativ bedömning av andra faktorer som kan påverka den långsiktiga avkastningen. I topp hamnar Japan och tillväxtmarknaden Asien.

Efter en uppgång på 230 procent sedan botten för ett globalt aktieindex är det inte längre bara läge att fokusera på att maximera avkastningen – att begränsa risken i portföljen blir allt viktigare.

Om detta och mycket annat kan du läsa i Placeringsutsikter denna gång. Trevlig läsning!



# Volatiliteten tillbaka på världens börser

Efter en urstark start på börsåret 2018 har turbulensen återvänt till världens aktiemarknader. Bakgrunden är att risken för inflation har ökat, vilket fått räntorna att klättra uppåt på global front. I grunden är förutsättningarna för aktier fortfarande goda, men med högre räntor blir de höga aktievärderingarna svårare att motivera.

Konjunkturen fortsätter att stärkas i allt fler regioner, bolagsvinsterna växer och i USA är sänkt bolagsskatt nu ett faktum. Tack vare detta har det senaste halvåret – fram till alldeles nyligen – präglats av ständiga kursrekord på världens börser kombinerat med rekordlåg volatilitet. Antalet länder som befinner sig i recession har sällan varit så lågt, men i allt fler regioner stängs nu produktionsgapen och det är ungefär vid den här tidpunkten som inflation brukar uppstå. Det får konsekvenser för såväl penningpolitik som värderingen av aktier och obligationer.

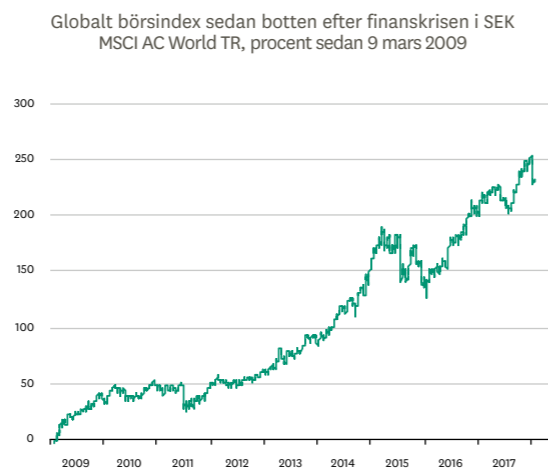
## Gott om vinnare på börser

På börserna har det funnits gott om vinnare på det gynnsamma ekonomiska klimatet. Bolag med verksamhet i USA får ett extra vinstlyft i år tack vare sänkt amerikansk bolagsskatt. Företag med bas i Europa gynnas av den allt starkare europeiska konjunkturen, medan energibolag och råvaruproducerande länder gynnas av att priset på såväl olja som metaller har stigit. På kreditmarknaden har både företag med stark och svag kreditvärdighet länge kunnat låna pengar historiskt billigt tack vare låga räntor och ett stort utbud av riskvillig likviditet. Den senaste tiden har dock förutsättningarna förändrats i takt med att räntorna stigit. Det har gett aktiemarknaden skrämshicka och fått priset på obligationer att sjunka.

## Förutsättningarna är på väg att förändras

Precis i det läge där den amerikanska ekonomin har börjat växa över sin långsiktiga kapacitet har omfattande skattesänkningar klubbats igenom av Trump-administrationen. Initialt resulterade det i fullständig börseufori i USA när marknaden såg en möjlighet till ännu högre bolagsvinster. I början av februari förvandlades dock glädjen till oro när räntorna raskt klättrade uppåt och den långa räntan närmade sig 3 procent. Det är en nivå som drar undan benen för ett av de viktigaste argumenten för att motivera de höga värderingarna på börserna – att det saknas alternativ till aktier. Långsiktigt finns även ytterligare ett problem med de stora skattesänkningarna – de väntas på sikt innebära lägre tillväxt i USA därför att de ökar det redan stora budgetunderskottet.

Det är inte bara i USA räntorna har stigit den senaste tiden, även om det är där ränteuppgången varit kraftigast. Även i Europa väntas stimulanserna monteras ner i takt med att konjunkturen står på allt stadigare ben. Ränteuppgången här har inte varit lika brant



Maria Landeborn  
Sparekonom

och räntenivån är inte lika hög som i USA, men på sikt är det rimligt att anta att vi står inför en liknande utveckling.

## Inte rätt läge att öka risken

Börsen ligger ofta 6-12 månader före konjunkturen. Även om det dröjer innan räntorna är så höga att de knäcker tillväxten i ekonomin, finns en risk att de får en negativ effekt på aktiemarknaden betydligt tidigare än så. Det betyder inte att vi behöver få ett börsras i närtid, men väl att volatiliteten kan bli högre framöver än den var under fjolårets andra hälft. Mot den bakgrunden anser vi inte att det här är rätt tillfälle att öka aktieexponeringen för att maximera avkastningen. Snarare är det rätt tidpunkt att fundera igenom vilken risknivå man vill ha i sitt långsiktiga sparande och fokusera på balansen mellan aktier och värdebevarande tillgångar. Dels handlar det om att säkerställa att värdeminskningen inte blir oacceptabelt stor om börserna vänder ner, men också om att ha torr krut i bössan om det uppstår köptillfällen till följd av en nedgång.

## Aktiemarknader: Asien och Japan långsiktiga vinnare

På sidan 17 hittar du Skandias Värde-mätare, som visar vilka marknader vi anser ska ha en övervikt, neutral vikt respektive undervikt i en långsiktig portfölj. Högst potential ser vi i tillväxtmarknaden Asien samt i Japan, där det mesta pekar åt rätt håll. Här väljer vi att ha en övervikt. Hemmamarknaden Sverige har goda förutsättningar för tillfället, men det stora omvärldsberoendet är ett tveeggat svärd och vi väljer att ha en neutral vikt. Långsiktigt ser vi lägst potential i USA på grund av de höga värderingarna och att konjunkturcykeln är längre gången än i andra regioner.

## Ränteplaceringar: Se upp för ränterisk

Till följd av den senaste tidens allt starkare tillväxt har förväntningarna på att centralbankerna går mot en åtstramning ökat och räntorna stigit. Stigande räntor är negativt för priset på obligationer och ju längre löptid en obligation har, desto hårdare slår ränteförändringar på priset. Med utgångspunkt i att vi väntar

Högst potential ser vi i tillväxtmarknaden Asien samt i Japan, där det mesta pekar åt rätt håll.

oss att räntorna ska fortsätta uppåt fortsätter vi att minimera ränterisken genom att välja korta räntefonder framför långa, det vill säga penningmarknadsfonder framför obligationsfonder. Den förväntade avkastningen är låg, men de har en värdebevarande funktion när börserna skakar.

I ett historiskt perspektiv befinner vi oss fortfarande på låga räntenivåer trots den senaste tidens utveckling. På kreditmarknaden kommer stigande räntor så småningom att skilja agnarna från vetet då bolag med sämre kreditvärdighet får svårare att finansiera sig när räntekostnaden stiger. Det står utan tvivel att de låga räntorna gjort att bolag med låg produktivitet och lönsamhet har klarat sig bättre än de skulle gjort i en mer normal ekonomisk miljö, men det är inte förrän vi får en mer uthållig ränteuppgång som det syns vilka som levt på konstgjord andning, och vilka som klarar sig utmärkt själva. Vi föreslår därför att den som vill spetsa räntedelen av portföljen, väljer en kombination av företagsobligationsfonder med hög risk (high yield) och lägre risk (investment grade). I valet mellan USA och Europa faller valet på den sistnämnda.

## Tänka längre viktigare än vanligt

Även om höga aktievärderingar inte säger någonting om huruvida börserna står på toppen, så säger det någonting om den långsiktiga avkastningspotentialen.

Den är nämligen lägre när värderingarna är höga. Läger vi samman det faktum att vi befinner oss i en utdragen konjunkturcykel, att vi har en historiskt lång börsuppgång bakom oss och att aktier idag är högt värderade, så blir slutsatsen att det förmodligen är viktigare än vanligt att vara långsiktig för att öka chansen att få en god avkastning. Sannolikt är det bättre att ha en sparhorisont som stäcker sig upp emot tio år, snarare än fem år. ●

”Även om höga aktievärderingar inte säger någonting om huruvida börserna står på toppen, så säger det någonting om den långsiktiga avkastningspotentialen.”





# Uppsvinget tilltar, växtvärken gör sig påmind

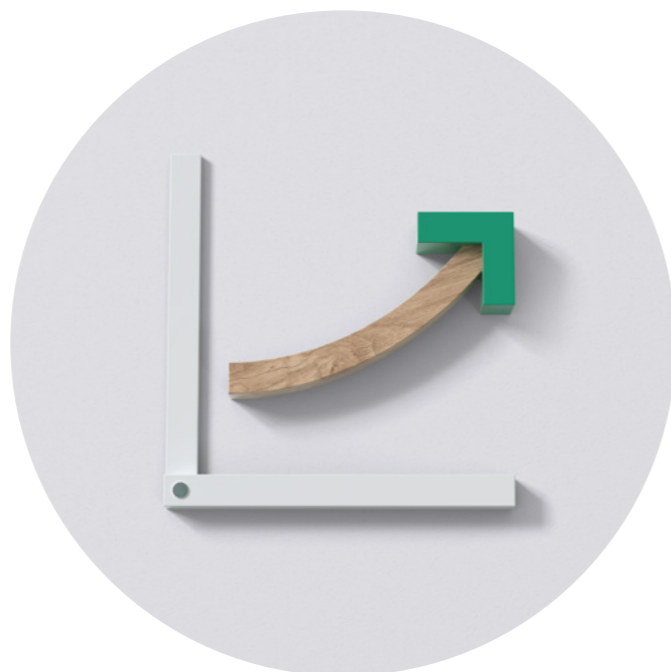
Den globala ekonomin befinner sig mitt i ett synkroniserat uppsving. Tillväxten ökade under fjolåret och tar nya kliv uppåt i år. Amerikanska skattesänkningar och stigande råvarupriser smörjer de ekonomiska hjulen, men i bakgrunden har vi en allt mer självgående ekonomi. Även om det nu pågående uppsvinget är förhållandevis färskt, så är vi faktiskt inne på det tionde året av expansion för världsekonomin. Växtvärken har börjat göra sig påmind. Den är inte alarmerande, men den resulterar i risker som vi tror ger sig till känna under året.

2018 har börjat i medvind. Stärkt av fjolårets tillväxtökning har konjunkturen blivit allt mer självgående och olika konjunkturbarometrar signalerar ihållande ljusa utsikter. Faktum är att vi får gå tillbaka omkring sju år i tiden för att hitta lika stor optimism bland företagen inom den globala tillverkningsindustrin. Produktionen och ordergången stiger i spåren av högre efterfrågan samtidigt som behovet av kvalificerad personal ökar. Den allt starkare industrikonjunkturen i kombination med utbudsbegränsningar har även drivit upp råvarupriserna, vilket ger draghjälp till råvaruproducerande länder och företag. Som grädde på moset pumpas färska miljarder ut till amerikanska företag och hushåll efter att Donald Trumps massiva skattesänkning har klubbats igenom. Även om de amerikanska stimulanserna primärt gynnar den inhemska ekonomin, kommer de positiva effekterna spilla över även på omvärlden – inte minst på landets handelspartners.

Av beskrivningen ovan kan det tyckas konstigt att vi inte räknar med ett större tillväxtlyft än någon eller ett par tiondelar i år. Det finns två centrala anledningar till vår bedömning. Den första handlar om Kina. Under förra året ökade Kinas tillväxt till 6,9 procent från 6,7 procent året innan. Det kommer inte upprepas i år. Tvärtom räknar vi med att

den kinesiska ekonomin växlar ned ett snäpp i år i takt med att myndigheterna lägger ökat fokus på att tygla de finansiella riskerna och även intensifiera miljöarbetet. Att Kina växlar ned motverkar därmed i viss mån acceleration på annat håll. Den andra anledningen är att många länder redan växer i nivå med eller i närheten av sin potential. Hittills har företagen kunnat anställa ledig personal och öka effekten i befintlig kapacitet. Men nu är de lågt hängande frukterna plockade och allt fler företag

**”Nästa anhalt för konjunkturen är inflation. Alla pusselbitar är på plats.”**

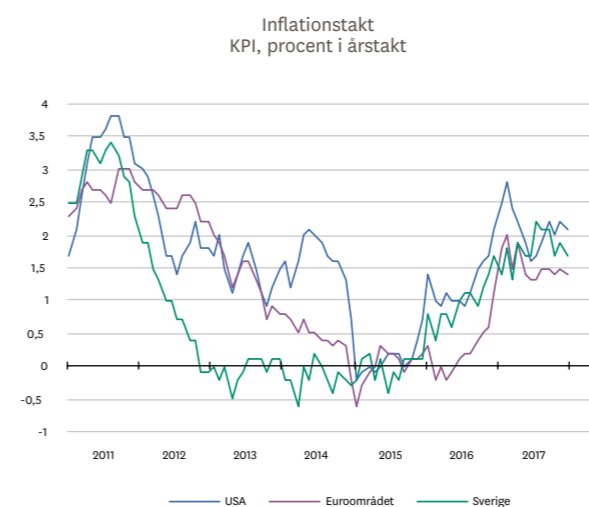


börjar uppleva kapacitetsbegränsningar som hejdar tillväxten. Det handlar om strukturella begränsningar som tar tid att råda bot på, och är därmed inget som löses i den här cykeln.

Nästa anhalt för konjunkturen är inflation. Alla pusselbitar är på plats. Produktionsgapen krymper och har stängts på vissa håll. När företagen behöver konkurrera om personal i ökad utsträckning, kommer lönerna att stiga med ökad inflation som följd. Det vi ser är hur konjunk-

turen dras med tilltagande växtvärk. Men ännu syns inte inflationen i statistiken. Kanske bidrar strukturella trender i form av globalisering, digitalisering och automatisering till att det tar längre tid den här gången, men inte sedan åren före finanskrisen har förutsättningarna för högre inflation varit så starka som i år. Vi ser det därför som troligt att stigande inflation, med de effekter på penningpolitik och de finansiella marknaderna som det för med sig, blir en av de främsta riskerna att hålla koll på under året. ●

Konjunkturen stärks ytterligare i år och inte sedan åren före finanskrisen har förutsättningarna för högre inflation varit lika starka som i år.



Johan Lundqvist  
Makroekonom



# Inflationshotet närmar sig

Under förra året fick den globala ekonomin upp farten och i år stärks den ytterligare något. Efter den långvariga återhämtningen efter finanskrisen har vi nu kommit fram till ett läge där det ekonomiska maskineriet börjar bli ansträngt i flera tongivande länder. Det gör att förutsättningarna för högre inflation är på plats. Ofta sker ökning av inflation långsamt, men sent i en konjunkturcykel kan det gå snabbare.

I tio år har den lyst med sin frånvaro. Den har ansetts vara ett förlegat fenomen som inte kommer att existera i den nya, moderna globaliserade ekonomin. Argumenten handlar om att det finns för många faktorer som motverkar inflation. Det handlar om krafter i form av globalisering, automatisering och digitalisering och företag som *Ryanair*, *Amazon*, *Uber* och *Pricerunner* som hjälper till att pressa priserna. Konkurrens från tillväxtländer, där produktionen blir allt mer effektiv, håller också tillbaka både priser och löneökningar. Att dessa krafter och företag bidrar till lägre inflation är svårt att argumentera emot. Men har de utrotat inflationen helt? Nja, förmodligen inte.

## Fyrtio år av sjunkande inflation

Från slutet av 1970-talet har vi sett en sjunkande trend för inflationen bland OECD-länderna. Det sammanfaller med att världens centralbanker börjar styra penningpolitiken efter inflationsmål, och vinner trovärdighet för detta bland arbetsmarknadens parter och på de finansiella marknaderna. Av samma anledning har vi sett att (nominella) obligationsräntor har sjunkit i över 30 års tid. Detta har även drivits på av de deflationistiska faktorer i världsekonomin som vi nämner ovan.

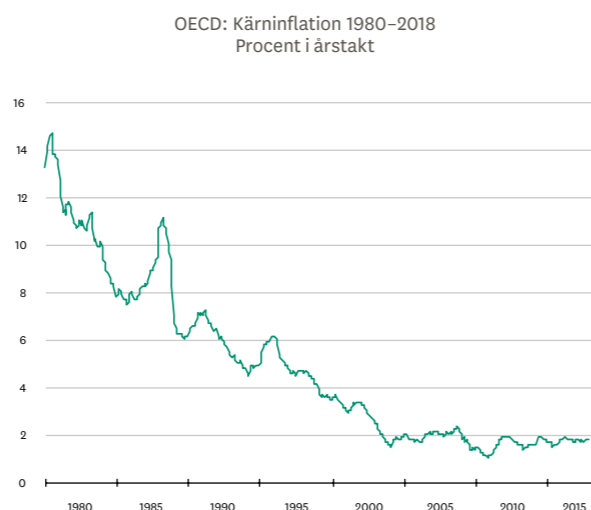
Den långvariga nedgången för OECD-ländernas genomsnittliga inflation följer dock det faktum att i många enskilda länder – däribland USA och Sverige – har kärninflationen varit förhållandevis stabil i omkring 20 års tid. I USA har den genomsnittliga kärninflationen varit ganska exakt 2 procent under

2000-talet och endast kortvarigt har avvikelserna varit större än 0,50 procent. Penningpolitiken är dock utformad med åren med hög inflation i bakhuvudet. Centralbankernas inflationsmål är satta för att förhindra en repris av 1970-talet. Vi behöver därför inte få särskilt hög prisökningstakt för att centralbankerna ska lägga om politiken. Det räcker med att inflationen klättrar över den för många centralbanker magiska nivån två procent, eller däromkring, för att gångna års stimulanser ska börja plockas bort. Och frågan är om vi inte närmar oss det läget i år.

## Resursbrist breder ut sig

Inflationen tenderar att öka när efterfrågan på varor, tjänster och arbetskraft överstiger utbudet och detta sker när resursutnyttjandet i ekonomin

**”Vi behöver därför inte få särskilt hög prisökningstakt för att centralbankerna ska lägga om politiken.”**



blir ansträngt. Fram till nu har detta inte varit ett problem. Det har funnits tillgänglig arbetskraft och övrig produktionskapacitet att ta av i nära nog hela världsekonomin. Men efter den långa period av återhämtning vi har bakom oss har vi nu kommit fram till ett läge där resurserna håller på att ta slut i flera stora länder som USA, Tyskland, Japan och Storbritannien. Även i Sverige börjar resursbristen göra sig påmind.

I USA är bristtalen uppe på rekordnivåer. Företagen brottas med växande problem att tillsätta tjänster när kvalificerade sökanden blir allt färre. Samtidigt uppger rekordmånga företag att de planerar att höja lönerna de närmaste månaderna. I Japan är kapacitetsutnyttjandet det högsta sedan 1990-talet och i såväl Tyskland som Storbritannien har arbetslösheten sjunkit till de lägsta nivåerna på flera decennier. För svensk del ser vi liknande tendenser där Riksbankens indikator över resursutnyttjandet i ekonomin kommer upp i allt mer ansträngda nivåer. Vad det här betyder är att konkurrensen om resurser i form av personal och kapital ökar och att det i sin tur driver upp löner och priser.

Inflation uppstår dock inte plötsligt. Ofta byggs den upp gradvis, inte sålän under flera år. Men ibland går det betydligt fortare. Särskilt sent i en konjunkturcykel kan inflationstrycket öka snabbt. Till exempel har den svenska kärninflationstakten, där vi plockar bort både energipriser och effekten av Riksbankens egna ränteförändringar, upprepade gånger genom historien stigit 1–2 procentenheter på något år, vilket är en mycket stor uppgång när det gäller inflation. Senaste exemplet är året före finanskrisen när kärninflationen ökade från 0,8 till 2,4 procent på tolv månader. Historiskt har inflationen ofta uppvisat ett V-format mönster där den först mattas av, därefter planar ut för att till slut stiga. Vi har redan tagit oss igenom avmattningsfasen och befinner oss i fasen där inflationen rör sig i sidled på många håll. Men förutsättningarna för högre inflation är som sagt bättre än på länge. Nästa steg är för inflationen att stiga. Frågan är bara när och hur mycket. Svaret på den frågan kan bli avgörande för avkastningen på både aktier och obligationer under de kommande åren. I nästa kapitel målar vi upp tre möjliga inflationsscenarioer och vad de innebär för det långsiktigt sparandet. ●



Efter den långa perioden av återhämtning vi har bakom oss har vi nu kommit fram till ett läge där resurserna håller på att ta slut i flera stora länder.



**”Nästa steg är för  
inflationen att stiga.  
Frågan är bara när  
och hur mycket.”**





# Stimulansfesten lider mot sitt slut

För snart 1,5 år sedan skrev vi att stimulansfesten hade kulminerat. Sedan dess har räntan höjts i USA, Storbritannien och Kanada samtidigt som centralbankernas obligationsportföljer har ökat i långsammare takt. I år räknar vi med att stimulanserna fortsätter att minska och att festen närmar sig sitt slutskede. För marknaderna innebär minskade stimulanser en risk, men vår bedömning är att stimulansberoendet har avtagit.

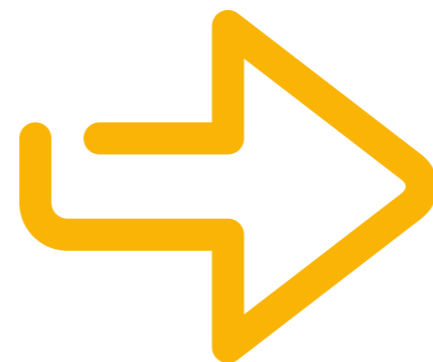
Den kanske enskilt viktigaste drivkraften för de finansiella marknaderna under åren efter finanskrisen har varit de massiva penningpolitiska stimulanserna från världens centralbanker. Tillsammans har de pumpat in tusentals miljarder dollar i det finansiella systemet, vilket har drivit marknaderna till nya höjder – även när konjunkturen och bolagsvinsterna har bjudit på upprepade besvikelser.

Likviditeten fortsätter att strömma från centralbankerna, men det sker i allt lägre takt. I USA håller Fed på att minska storleken på obligationsportföljen och kommer att trappa upp det arbetet under året. I euroområdet halverade ECB storleken på köpen av obligationer vid årsskiftet och från japanskt håll har obligationsköpen också minskat i storlek efter att Bank of Japan skiftade från ett kvantitativt mål för köpen till att styra långräntan.

I år kommer pengaflödet från centralbankerna att avta ytterligare, och redan i höst kan vi hamna i ett läge där den samlade likviditeten från de tre stora centralbankerna slutar att öka till följd av den starkare konjunkturen och ökade risken för inflation. Det innebär att det flöde av färskna pengar som under nio års tid stöttat marknaden nu kan försvinna. Tidpunkten för när festen tar slut och hur snabbt det går kommer att bero på inflationen. Här skissar vi på tre tänkbara scenarier för penningpolitiken och inflationen under 2018, och vad de kan innebära för sparandet.

**1. Normalisering enligt plan – konjunkturen tar över stafettpippen**  
Vårt huvudscenario är att inflationen stiger *måttligt* i år på ganska bred front, i takt med att resursutnyttjandet fortsätter att öka. "Måttlig" ökning av inflationen innebär att centralbankerna kan fortsätta på den inslagna vägen med försiktigt minskade stimulanser. Till hösten innebär det sannolikt att den samlade likviditeten på marknaden slutar att öka, och att långräntorna långsamt klättrar uppåt. Nedtrappningen gör de finansiella marknaderna mer känsliga för dåliga nyheter när likviditetsstödet försvinner. Konjunkturen och bolagsvinsterna blir istället avgörande. När räntorna blir tillräckligt höga blir obligationer ett alternativ till aktier igen, och då riskerar de höga värderingarna på börsen att bli ett problem, men så länge högkonjunkturen håller i sig kan aktier fortsätta ge positiv avkastning.

**2. Högre inflation än väntat – marknadens största fiende**  
Inte sedan åren före finanskrisen har förutsättningarna för högre inflation varit så starka som i år. Att den då tar fart *snabbare än förväntat* kan inte uteslutas. I det här scenariot stiger inflationen snabbt och närmar sig 3 procent i USA och Sverige samt 2 procent i euroområdet och Japan under året. Centralbankerna har då att välja mellan att reagera snabbt, och riskera att knäcka konjunkturen, eller att skynda långsamt och riskera att hamna "bakom kurvan". Inget av alternativen är önskvärt. I båda fallen stiger räntorna, och obligationer ger negativ avkast-

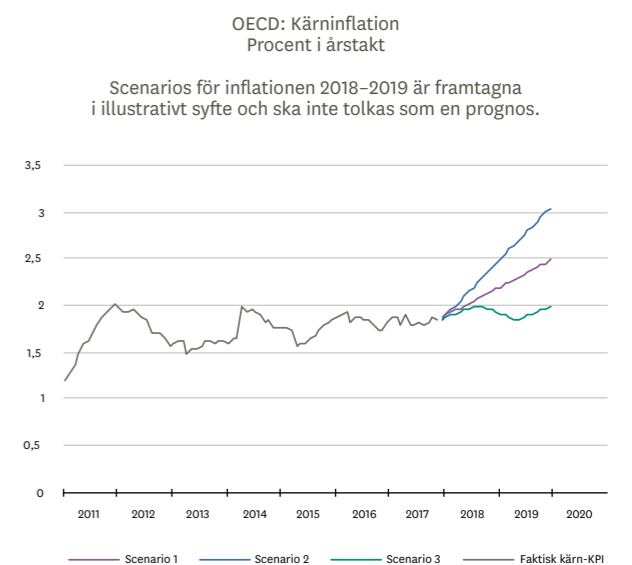


ning. Högre räntor och stigande osäkerhet gör att riskpremien på aktiemarknaden stiger och värderingarna behöver anpassas nedåt, med sjunkande kurser som följd. Den reala ekonomin reagerar negativt på fallande tillgångspriser. Dessutom är konjunktorens tolerans mot högre räntor låg, varför detta scenario leder till lågkonjunktur ganska snabbt. Centralbankerna behöver då vända skutan och öka stimulanserna igen. Oavsett om centralbankerna agerar snabbt eller långsamt är den penningpolitiska arsenalen klen. Det är bara amerikanska Fed som har någorlunda tillräcklig möjlighet att sänka räntan för att stävja lågkonjunkturen. I Sverige, euroområdet och Japan är utrymmet inte tillräckligt. Lågkonjunkturen blir därför djup och likaså nedgången på aktiemarknaden.

**3. Ihållande låg inflation – chicken race mellan marknader och centralbanker**  
I detta scenario fortsätter konjunkturen att stärkas utan att inflationen tar fart. Strukturella krafter som globalisering, digitalisering och ändrade konsumtionsmönster håller tillbaka prisökningarna. Allt starkare konjunktur gör dock att "fickor" av ekonomin dras med ökande priser till följd av flaskhalsproblem och skenande bristtal. Centralbankerna fortsätter normaliseringen av penningpolitiken för att hejda överhettning och bygga upp arsenalen inför nästa lågkonjunktur. De finansiella marknaderna reagerar negativt på stigande räntor och tillbakadragna stimulanser. Centralbankerna tvingas pausa normaliseringen. Det blir ett spel mellan centralbanker och marknader där normaliseringen sker enligt modellen två steg framåt, ett tillbaka. Aktiemarknaden kan fortsätta ge positiv avkastning, men drabbas med jämna mellanrum av korta utbrott som centralbankerna försöker lugna. Detta *chicken race* fortsätter tills inflationen stiger varaktigt då centralbankerna inte har lyxen att delta i spelet längre utan hamnar i scenario 2.

**Stödhjulen på väg bort**  
Hur viktiga centralbankernas obligationsköp är för marknaden nu, när vi nu har konjunkturen och företagsvinsterna med oss, det vet vi inte. Obligationssköpen har varit som stödhjul för de finansiella marknaderna. Så länge de har varit på har det gått framåt utan större olyckor. Nu har vi haft lång tid på oss att öva, men vi vet inte hur det går om vi skruvar loss stödhjulen,

vilket alltså kan ske redan i höst. Redan i början av året har volatiliteten på marknaden ökat till följd av oro för högre inflation och stigande räntor. Och då gäller det att komma ihåg att även om centralbankerna redan har trappat ned storleken på stimulanserna, så fortsätter de faktiskt att köpa värdepapper för enorma belopp varje månad. Bara under förra året köpte ECB och Bank of Japan obligationer för motsvarande 1 300 miljarder amerikanska dollar. Trots det har alltså marknaden skakat till. När en stor köpare försvinner ur bilden är det fullt rimligt att anta att oron och volatiliteten på börsen ökar ännu mer. Förutsatt att vi undviker scenario 2 ovan, med överraskande hög inflation, borde dock den penningpolitiska normaliseringen långsamt kunna fortsätta samtidigt som styrkan i konjunkturen håller i sig. ●





# Långsiktighet viktigare än någonsin

Sedan botten för snart nio år sedan har ett globalt aktieindex stigit omkring 230 procent, och sannolikt ligger majoriteten av uppgången vid det här laget bakom oss. I takt med att konjunkturcykeln mognar, stimulanserna trappas ner och volatiliteten på aktiemarknaden återvänder blir det allt viktigare att fokusera på risken i portföljen, snarare än att försöka maximera den återstående avkastningen.

Under 2018 är vårt huvudscenario att konjunkturen klarar av att ta över som drivmotor i takt med att de penningpolitiska stimulanserna trappas ner. Fortsatt högkonjunktur och stigande bolagsvinster innebär att det finns förutsättningar för aktier att ge en positiv avkastning även 2018 trots stigande volatilitet, men konjunkturcykeln är mognare och värderingarna högre än för ett år sedan vilket begränsar uppsidan. Stigande räntor har redan fått kursrörelserna att öka på börsen efter att ha varit historiskt små under stora delar av hösten. Förr eller senare kommer stigande räntor att bli alltmer utmanande för börsen, framför allt i USA där värderingarna är som allra högst och centralbanken dessutom ligger längst fram i räntehöjningscykeln.

Det senaste året har styrkan i börsuppgången fortsatt att överraska. Det som såg ansträngt ut tidigare, ser därför ännu mer ansträngt ut idag. Det gör att avkastningspotentialen framöver inte är vad den var för några år sedan, och efter en uppgång på omkring 230 procent sedan 2009 får vi anta att vi är närmare toppen än botten. Vi anser i det här läget att fokus ska ligga på balansen i portföljen, snarare än på att skapa maximal avkastning. Det handlar både om att inte sätta sig i ett läge där värdeminskningen blir oacceptabelt stor om börsen vänder ner, men också om

att ha torrt krut i bössan om det uppstår ett köpläge till följd av en rekyl eller större börsnedgång. Efter den senaste tidens ökade kursrörelser anser vi inte att det är rätt tillfälle att öka risknivån i portföljen, snarare att minska den.

Förutom att fokusera på den långsiktiga balansen mellan aktier och obligationer i portföljen, finns också några andra sätt att öka chansen att få en god avkastning över tid. Det handlar om att vara långsiktig, att spara regel-

**”Vi anser i det här läget att fokus ska ligga på balansen i portföljen, snarare än på att skapa maximal avkastning.”**





bundet och att satsa på de marknader där avkastningspotentialen är som högst.

#### Hur länge är långsiktigt?

Med en lång placeringshorisont finns en mycket god chans att få positiv avkastning på en global aktieportfölj. Men ju längre vi kommit i en konjunkturcykel, desto längre behöver investeringshorisonten troligtvis vara. I det här läget, när konjunkturcykeln är inne på sitt nionde år, bör den stigit i snart nio år och aktievärderingarna är höga, är vår bedömning att investeringshorisonten idag bör vara längre än den vi vanligtvis rekommenderar. Den som behöver pengarna "redan" om fem år, bör ha en lägre exponering mot börserna är vanligt. För att motivera en väldigt hög aktieandel är det snarare klokt att ha en investeringshorisont på uppåt 10 år för att öka chansen att få en god avkastning.

För den som sparar mycket långsiktigt, exempelvis till pensionen, är ett 10-årsperspektiv inget problem. Den som har en kortare sparhorisont med siktet inställt på att använda pengarna inom en överskådlig framtid, bör överväga att sänka risken i portföljen genom att ta hem en del av de senaste årens vinster och parkera pengarna där värdet bevaras, till exempel på ett sparkonto eller i räntefonder.

#### Trägen vinner – regelbundet sparande lönar sig

Ett annat sätt att sänka risken i det långsiktiga sparandet är att spara regelbundet, exempelvis genom ett månads- eller kvartalsparande. Ibland handlar det om att fortsätta spara trots att börserna stigit under lång tid och värderingarna är högre än historiskt. Det brukar vara relativt enkelt att hitta motivation att fortsätta spara när börserna stiger. Desto svårare är det att fortsätta när börserna faller och pengarna tappar i värde.

I ett läge när investerare bokstavligen talar om att fly från aktier och risktillgångar, är det oftast lättare att följa flocken och sälja eller avbryta sparandet, än att ihärdigt fortsätta att sätta undan pengar i fonder. Att avbryta sparandet är dock fel strategi. Vi vet med säkerhet att alla börsnedgångar har ett slut (precis som alla börsuppgångar), så hur brant det än faller gäller det att fokusera på det positiva – att man hela tiden köper på en lägre nivå och att det kommer att löna sig den dag det vänder upp igen. För det gör det förr eller senare. Att göra det motsatta, dvs. att bara våga köpa när det är på väg upp och sluta spara så fort det går ner, är en mindre lönsam strategi eftersom man då riskerar att bara spara när en stor del av uppgången redan har skett.

#### Lägg krutet där potentialen är störst

Att det är viktigt att fortsätta med ett regelbundet sparande även i sämre

börstider ska inte förväxlas med att aldrig förändra sammansättningen i portföljen. I det riktigt långsiktiga sparandet kan aktieandelen mycket väl vara 80–100 procent, men i sparande som är tänkt att kunna användas vid behov kan balansen mellan aktier och räntebärande tillgångar behöva återställas efter större upp- eller nedgångar.

Olika aktiemarknader har dessutom varierande avkastningspotential beroende på var vi befinner oss i konjunkturcykeln och hur värderingarna på börserna ser ut, men även politiska förutsättningar och reformer kan spela roll. Därför är det bra att med jämna mellanrum se över vilka regioner som väger tyngst i sparandet, och var nya pengar placeras. På nästa sida hittar du Skandias Värde-mätare som guidar till de regioner där vi tror att det finns högst potential att få en god långsiktig avkastning.

Medan aktiedelen av portföljen handlar om risk och möjlig avkastning, är räntedelen av portföljen mindre spännande till följd av de globalt nedpressade räntorna. Idag handlar räntesparande främst om att bevara värde på kapital i händelse av en börsnedgång. Hur man bäst gör det i en värld med låga räntor kan du läsa om på sidan 26. ●



I det här läget, när konjunkturcykeln är inne på sitt nionde år, bör den stigit i snart nio år och aktievärderingarna är höga, är vår bedömning att investeringshorisonten idag bör vara längre än den vi vanligtvis rekommenderar.

## F SKANDIAS VÄRDEMÄTARE

# Marknaderna med högst långsiktig potential

I Placeringsutsikter gör vi en bedömning av den långsiktiga avkastningspotentialen på världens sju aktiemarknader. Vi har tre grundläggande antaganden:

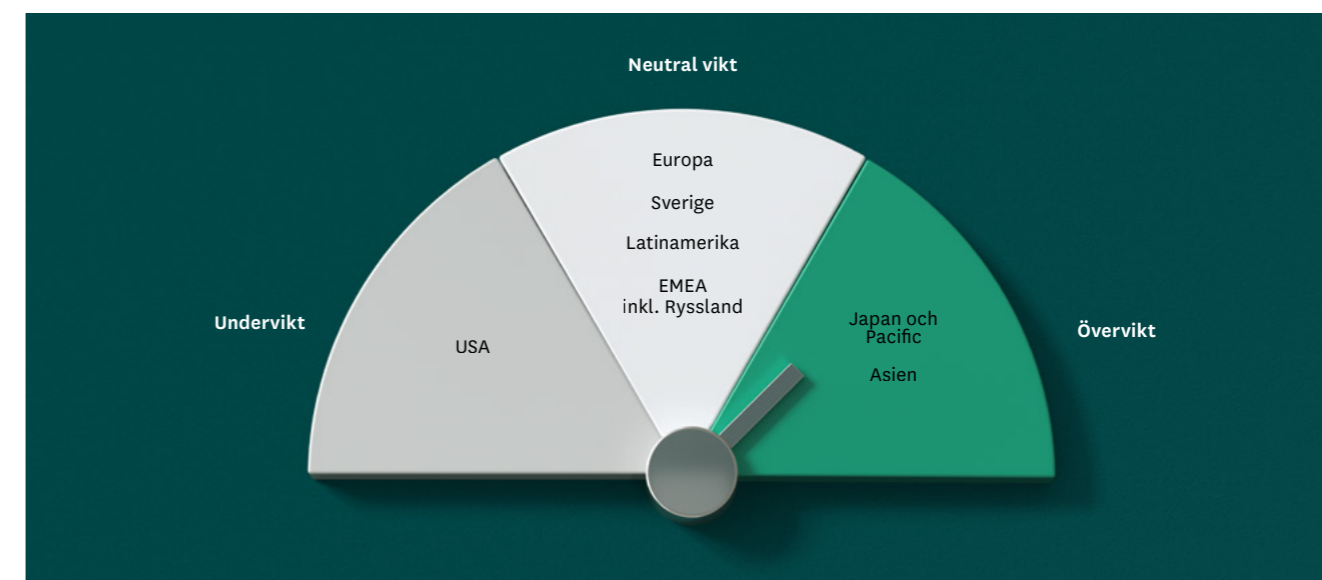
1. På lång sikt är det företagets vinsttillväxt som ska styra utveckling på aktiemarknaden
2. Värderingsläget påverkar potentialen men ska ses i både absoluta och relativa termer
3. Trender påverkar kursutvecklingen och håller ofta i sig längre än förväntat

Genom att utgå ifrån dessa tre *kvantitativa faktorer* – vinsttillväxt, värderingar och trend – kan vi bilda oss en bra uppfattning om den framtida potentialen på de sju olika aktiemarknaderna. Det ger dock inte hela bilden – vi behöver även lägga på en *kvalitativ bedömning*. Dels handlar det om att granska de tre faktorerna ovan var för sig för att se om något sticker ut. Är höga eller låga värderingar motiverade? Är vinsttillväxten uthållig eller finns något som talar för att den ska bli bättre eller sämre i framtiden? Det handlar även om att fånga upp andra faktorer som påverkar potentialen men

som inte syns i de kvantitativa måtten. Till exempel kan nämnas politiska risker, var i konjunkturcykeln en marknad befinner sig, hur centralbanken väntas agera eller nya marknadsregleringar med potential att påverka vinster och börsutveckling.

Vår målsättning är att identifiera vilka marknader som har bäst långsiktig avkastningspotential utifrån rådande förutsättningar. Resultatet är en bedömning av vilka marknader vi anser bör ha över-, under- eller neutral vikt i en långsiktig portfölj. Våra rekommendationer sträcker sig över en konjunkturcykel, men kan komma att förändras kortsiktigt på grund av ändrade förutsättningar vad gäller såväl kvantitativa som kvalitativa faktorer. ●

Tabellen visar vilka marknader Skandia anser bör ha över-, under- och neutral vikt i en långsiktig aktieportfölj i förhållande till marknadens andel av världsindex (MSCI AC WORLD). Syftet med värde-mätaren är inte att identifiera vilken börs som kommer gå bäst den närmaste månaden eller året. Bedömningen är en sammanvägning av kvalitativa och kvantitativa faktorer och ger en bild av den långsiktiga avkastningspotentialen. Investeringar i aktier bör ha ett tidsperspektiv på minst 5–7 år. Ju kortare investeringshorisont, desto lägre bör aktieandelen i portföljen vara.





# Sverige: Balanserade framtidsutsikter – neutral vikt

Den svenska börsen gick betydligt sämre än många andra aktiemarknader under andra halvan av fjolåret. Förstärkningen av kronan tyngde utvecklingen under sommaren, och under hösten oroades marknaden av den snabba inbromsningen på bostadsmarknaden, vilken om den fortsätter riskerar att få negativa effekter på tillväxten i svensk ekonomi genom minskat byggande och lägre konsumtion. Ovanpå den oro som redan fanns valde regeringen dessutom att gå vidare med det nya amorteringskravet från Finansinspektionen som träder i kraft 1 mars 2018, och som innebär att ett hushåll kan behöva amortera av upp till 3 procent av bostadslånet per år. Det slår framför allt mot hushåll i storstäderna som kan behöva lägga en väsentlig del av sin disponibla inkomst på ett sparande i bostaden.

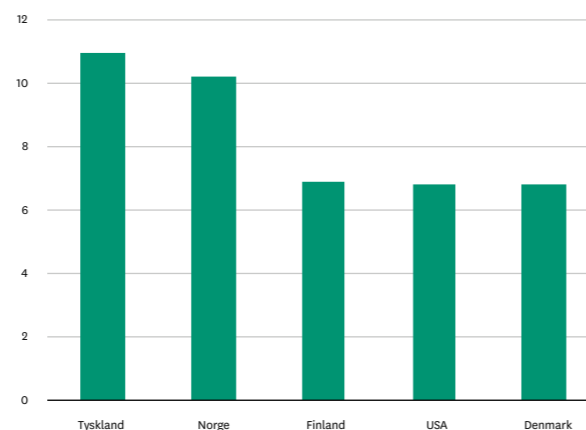
Vid de två tidigare tillfällena då bostadsmarknaden hastigt bromsat in (hösten 2008 och hösten 2012) har den återhämtat sig direkt efter årsskiftet. Även den här gången talar det mesta för att priserna ska stabiliseras, även om det knappast kommer att bli något nytt prisrally uppåt. Konjunkturen är stark, styrräntan -0,5 procent och regeringen lägger 40 miljarder på att stimulera ekonomin under 2018, där majoriteten av de stimulanser som riktas mot hushållen går till grupper som kommer att spendera pengarna.

Riksbankens minusränta och regeringens expansiva finanspolitik stimulerar främst bolag som har Sverige som primär marknad, men även exportbolagen befinner sig i ett fint läge tack vare uppsvinget i den globala konjunkturen. Sverige är en liten, öppen ekonomi där ungefär hälften av BNP kommer från exporten. Av exporten går cirka 75 procent till Europa, och den stabilare europeiska konjunkturen är därför mer än välkommen.

Både sett till värdering och tillväxt har Sverige en medelmåttig ranking i förhållande till de andra regionerna. Börsen är visserligen högre värderad än sitt historiska snitt, men den är inte så dyr som den amerikanska marknaden. I förra numret av Placeringsutsikter valde vi att långsiktigt övervika svenska aktier. Även om vi fortfarande anser att förutsättningarna här och nu är goda, tycker vi att riskerna i form av stort omvärdsberoende i en tid då centralbankerna är på väg att börja trappa ner stimulanserna, samt riskerna kopplade till skuldsättning och den svenska bostadsmarknaden väger så pass tungt att vi väljer att ha en neutral syn på Sverige. ●

**”Både sett till värdering och tillväxt har Sverige en medelmåttig ranking i förhållande till de andra regionerna.”**

Sverige: Fem största handelspartners  
Procent av total export





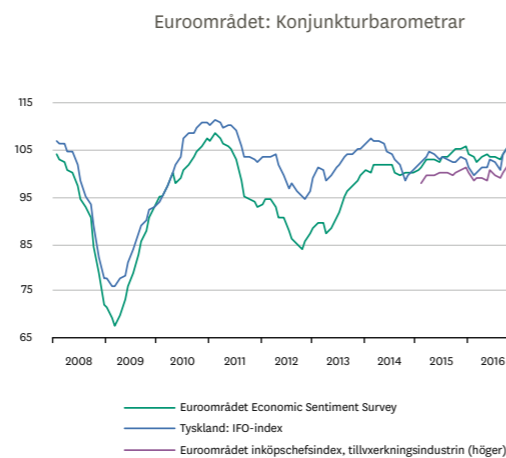
# Europa: I cykliskt uppsving, men långsiktiga utmaningar kvarstår – neutral vikt

Den europeiska konjunkturen är hetare än på länge. Olika konjunkturbarometrar noteras i närheten av rekordnivåer och det tycks som att allt går den europeiska kontinentens väg just nu. Förutom att konjunkturen stärks så är den politiska oron som bortblåst. Även aktiemarknaden är stark och från ECB fortsätter stimulanserna att flöda om än i långsammare takt. Även om det som drog igång det europeiska maskineriet i hög grad var stigande omvärldsefterfrågan (och en svag euro) börjar nu den inhemska ekonomin stå på allt stadigare fötter.

Att det är just Europa som står i centrum för de positiva tongångarna har inte hört till vanligheterna det senaste decenniet. Normaltillståndet i denna region har snarare varit trög konjunktur, gott om ekonomiska och politiska orosmoln samt en aktiemarknad som hela tiden halkat efter i den globala uppgången. Nu är det lätt att ryckas med i optimismen, men trots den ljusa fonden är vi långsiktigt neutrala till europeiska aktier.

En anledning är att regionen hamnar långt ned i rankingen till följd av att vinsttillväxten har varit relativt svag i gemensam valuta. Men vi ser även andra utmaningar för Europa på lite längre sikt. Vi oroar oss för att mycket av regionens underliggande problem med hög skuldsättning, låg potentiell tillväxt, utmaningar i den finansiella sektorn och den EU-skeptiska opinionen döljs av de för tillfället goda tiderna. Våra rekommendationer i Placeringsutsikter grundar sig dock på långsiktiga bedömningar av förutsättningarna i respektive region. Det inrymmer även en framtida lågkonjunktur. Och när konjunkturen viker nedåt nästa gång befarar vi att Europa återigen hamnar bland de svarta fåren.

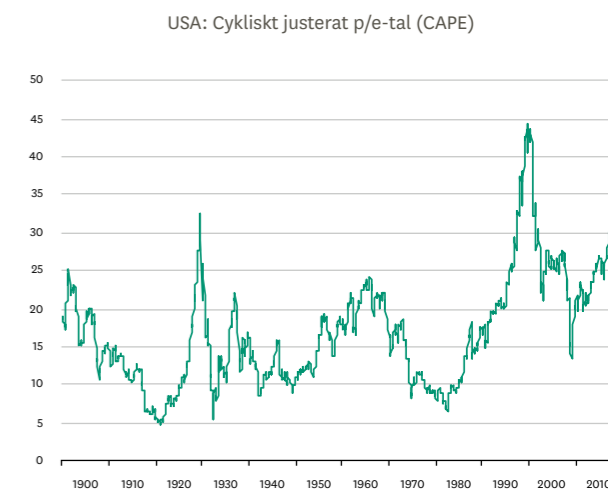
Utmaningarna på sikt ska dock ställas mot de för närvarande ljusa förutsättningarna. Så länge det globala uppsvinget håller i sig räknar vi med att den europeiska konjunkturen fortsätter att förbättras. Det bör också gynna den europeiska aktiemarknaden som åtminstone bör kunna utvecklas i linje med världsindex. Vår långsiktiga rekommendation är därför neutral. ●



# USA: Inte bubbla, men... – undervikt

Den amerikanska aktiemarknaden steg drygt 20 procent förra året även om försvagningen av dollarn innebar att svenska sparare fick nöja sig med ungefär hälften av det. I år har dock New York-börserna åkt bergochdalbana och de stora indexen ligger på minus sedan årsskiftet. I höstas rekommenderade vi undervikt i amerikanska aktier mot bakgrund av mycket höga aktievärderingar. I och med börsfrossan i början av året har värderingarna minskat, men trots den omfattande nedgången är det senaste årets avkastning på amerikanska aktier fortfarande hög. Än så länge är nedgången alltså att betrakta som en hälsosam korrektion. I skrivande stund är börshumöret fortfarande ostadigt och vi vet inte om det är över för den här gången eller om nedgången tar ny fart.

Hur ska man då se på förutsättningarna för USA-börserna? Jo, vi kan börja med att konstatera att det går bra för de amerikanska företagen. Vinsttillväxten är hög, och än högre kommer den att bli när skattesatsen sänks i år. Men så har vi den andra änden av ekvationen, som inte ser lika rolig ut. Som vi påpekat tidigare i den här rapporten är den amerikanska ekonomin och arbetsmarknaden ansträngd. Företagen får allt svårare att få tag på



kvalificerad personal och kommer att behöva konkurrera om arbetskraften via högre löner. Ett flertal bolag har redan meddelat att timlönerna ska höjas i år och anger skattesänkningen som skäl för den gesten, men frågan är om de hade något val.

Högre lönekostnader, stigande inflation och räntor som kryper uppåt kommer att börja pressa företagets lönsamhet i år. Men kommer företagen att kunna skicka vidare kostnadsökningarna till konsumenterna i tillräckligt hög utsträckning i den sylvassa konkurrensen? Det är tveksamt.

Värderingen på amerikanska aktier är fortsatt hög även om de alltså har kommit ner i och med börsturbulensen i februari. Ser vi till cykliskt justerade värderingstal har amerikanska aktier bara varit så här dyra i slutspurtan av IT-bubblan. Det innebär inte att nuvarande uppgång, som för övrigt blir den längsta i historien till hösten, är inne i en bubbla. Men det innebär att den förväntade avkastningen på medellång sikt är låg härifrån. Raset i februari tjänar dessutom som påminnelse om hur snabbt det kan gå när sentimentet skiftar. Vi väljer därför att undervikta amerikanska aktier. ●



# Japan: Fortsätter på inlagen resa – övervikt

Ända sedan första utgåvan av Placeringsutsikter, i maj 2015, har vi rekommenderat övervikt i regionen Pacific, där den japanska aktiemarknaden är den största. Japan-börsen har sedan dess gett näst högst avkastning i svenska kronor av de sju marknader som vi följer. Trots det fortsätter värderingarna på japanska aktier – både i absoluta tal och relativt övriga aktiemarknader – att vara attraktiva. Totalt har värderingarna på aktier världen över ökat påtagligt sedan 2011, men den minsta värderingsökningen hittar vi i Japan.

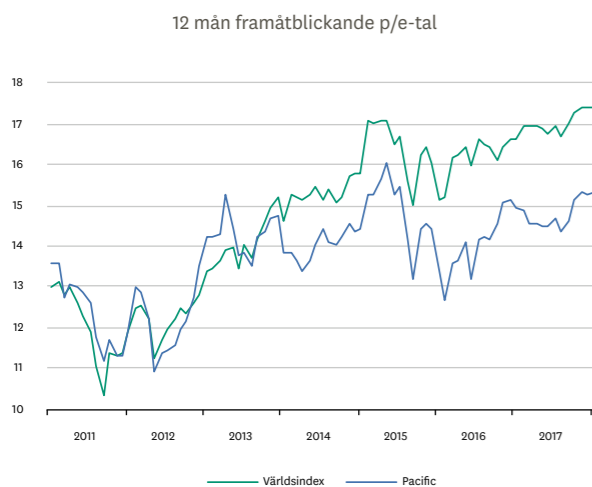
Det faktum att den japanska börsen har gått bra i flera års tid utan att värderingarna har skenat innebär att en stor del av avkastningen har kommit ifrån stigande vinster bland japanska företag. Det skiljer sig från hur det ser ut på många andra håll där en stor del av avkastningen istället har kommit från just stigande värderingar.

Vi ser inte anledning att ifrågasätta de japanska företagens möjligheter att fortsätta prestera hög vinsttillväxt. Inhållande förstärkning av den globala efterfrågan är en viktig drivkraft eftersom det fortsätter att stötta den japanska exportsektorn. Oron här handlar snarast om huruvida bolagen klarar av att möta den höga efterfrågan. Inte sedan

början av 1990-talet har produktionskapaciteten varit så ansträngd som nu, enligt den japanska Tankan-undersökningen. Det innebär en begränsning på kort sikt, men i takt med att företagens investeringar nu växer tvärsiffrigt kommer kapaciteten gradvis att byggas ut, vilket är positivt för tillväxt och produktivitet på litet längre sikt.

Det är inte bara efterfrågesidan som förbättras i Japan. Vi ser även hur arbetet med förbättrad bolagsstyrning börjar ge resultat. Detta var den tredje "pilen" i premiärminister Abes program för att lyfta den japanska ekonomin. Reformerna har tagit längre tid än vad många hade hoppats, men vi ser nu ett ökat fokus på lönsamhet och en mer aktieägarvänlig inriktning på företagens styrning. Dessa ansträngningar är oberoende av extern efterfrågan och valutakursrörelser, utan handlar mer om att lyfta fram värden som finns i bolagen.

Attraktiva värderingar, stark utveckling för bolagsvinsterna och en positiv trend gällande bolagsstyrning gör att vi även fortsättningsvis behåller vår övervikt i japanska aktier. ●



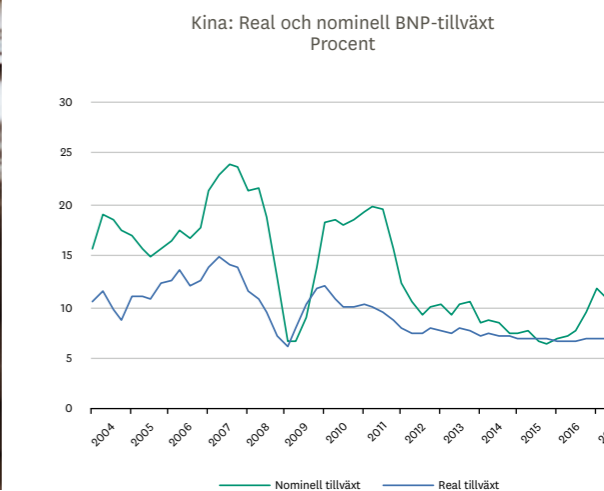
Vi ser inte anledning att ifrågasätta de japanska företagens möjligheter att fortsätta prestera hög vinsttillväxt.

# Asien: Rimliga värderingar och hög långsiktig potential – övervikt

De asiatiska börserna hade ett starkt 2017. Totalt gick ett asiatiskt börsindex upp omkring 30 procent i svenska kronor. Även under de senaste fem åren har Asienbörserna gått starkt med en uppgång på knappa 100 procent i svenska kronor, jämfört med mer beskedliga 25 procent för tillväxtmarknadsindex exklusive Asien.

I höstas konstaterade vi att värderingarna på framför allt kinesiska IT-bolag såg ansträngda ut, vilket dämpade potentialen i dessa aktier. Den bilden kvarstår. Att investera i snäva kinesiska fonder med inriktning mot högt värderade sektorer är därför inte att föredra. Om vi däremot ser till den samlade asiatiska aktiemarknaden, så är värderingarna i genomsnitt betydligt mer sunda. Asiatiska aktier värderas i dagsläget endast marginellt högre än tillväxtmarknadsindex exklusive Asien. Detta trots att asiatiska aktier har utvecklats betydligt bättre än aktier på övriga tillväxtmarknader.

Asienbörserna domineras av Kina. Vi räknar med att den kinesiska tillväxten mattas av i år och att avmattningen fortsätter därefter. Det behöver dock inte vara negativt för kinesiska aktier. Det är framför allt "dålig" tillväxt som försvinner och ger



plats för den fortsatta ombalanseringen av den kinesiska ekonomin. Den kinesiska konsumtionen fortsätter att öka och blir en allt viktigare drivkraft för tillväxt. Tjänstesektorn utgör redan hälften av BNP och den andelen kommer att öka ytterligare. Vår bedömning är att det finns mer att vinna på en modern konsumtionsdriven tjänsteekonomi än att fortsätta förlita sig på överinvesteringar och export av billiga varor, även om det innebär att BNP-tillväxten blir lägre. Och trots att BNP-tillväxten sjunker något i år, så fortsätter den nominella tillväxten att vara hög. Det är positivt för vinsterna i kinesiska börsföretag.

Asien fortsätter att vara vår långsiktiga favorit bland tillväxtmarknader. Potentialen är hög, värderingarna rimliga och de pågående ekonomiska trenderna talar till Asiens fördel. Vi behåller därför vår övervikt i Asien. ●

## Latinamerika: Utvecklingen går åt rätt håll – neutral vikt

Under förra året tog sig Latinamerika och Brasilien ur en två år lång recession. I år är förutsättningarna goda för en accelerering av tillväxten, men det rör sig alltjämt om dämpade nivåer med historiska mått mätt. De latinamerikanska ekonomierna och i synnerhet Brasilien gynnas av både stigande råvarupriser och uppsvinget i den globala tillväxten. Försvagningen av den amerikanska dollarn är också positiv för Brasilien som har stora dollarskulder. Men det är inte bara utvecklingen i omvärlden som är gynnsam. Även den inhemska utvecklingen går åt rätt håll. Inflationstakten minskar stadigt, vilket har möjliggjort att räntan har kunnat sänkas från 14,25 procent ner till nuvarande 6,75 procent, vilket både stimulerar ekonomin och gynnar aktiemarknaden. Dessutom ökar företagens vinster i snabb takt, och den utvecklingen väntas hålla i sig.

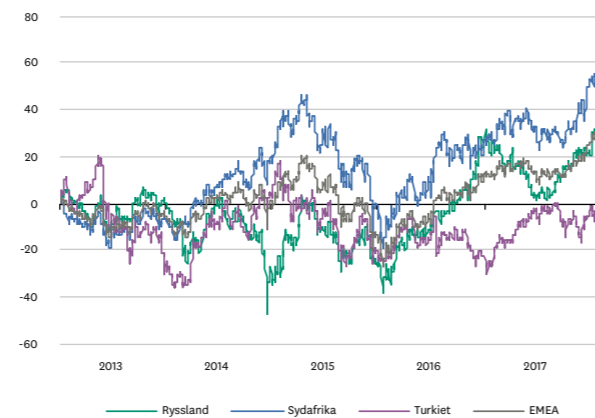
Så länge det globala uppsvinget fortsätter, och särskilt om råvarupriserna hålls uppe och dollarn nere, är utsikterna för den brasilianska och de latinamerikanska börserna goda. Latinamerika ser ut att bli den enda tillväxtmarknad där tillväxten accelererar i år, och det är kanske den region som gynnas allra mest av de pågående trenderna i världsekonomin. Det innebär att latinamerikanska aktier har potential att ge högre avkastning än ett globalt börsindex i närtid.

Den som äger Brasilien- eller Latinamerikafonder och som är aktiv i sitt sparande kan därmed behålla dessa, men bör vara medveten om att risken är hög.

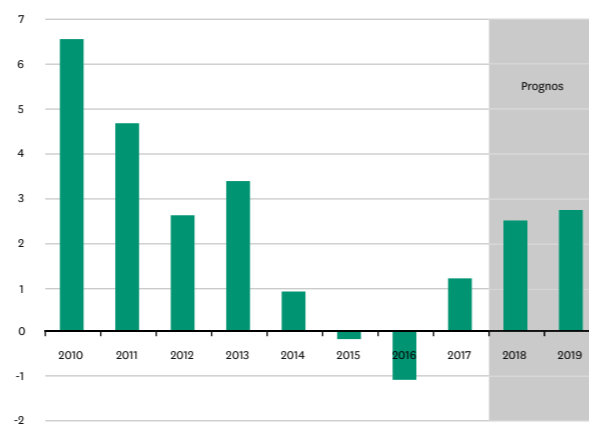
Den långsiktiga potentialen är inte nödvändigtvis lika ljus. Förstärkningen av global tillväxt kommer att ta slut så småningom, och när konjunkturen viker nedåt kommer råvarupriserna att följa med. Under perioder med ökad marknadsoro tenderar vi också att se att den amerikanska dollarn stärks, vilket är ytterligare en negativ faktor för regionen. En tredje riskfaktor är det faktum att centralbankerna i väst är på väg att växla upp nedtrappningen av stimulanserna, vilket vi räknar med sänker riskaptiten förr eller senare. Det borde drabba Latinamerika och andra högriskmarknader relativt sett hårdast.

Kombinationen av den positiva pågående utvecklingen i regionen och de långsiktiga utmaningarna, gör att vår sammanvägda bedömning är neutral vikt. ●

EMEA: Börsutveckling i SEK  
Procent sedan 1 jan 2013



Latinamerika: BNP-tillväxt  
Procent i årstakt



## EMEA: Hög osäkerhet men globalt uppsving stöttar – neutral vikt

Börserna i EMEA-regionen har haft en brokig resa det senaste året. Totalt har indexet stigit omkring 10 procent i svenska kronor, vilket är sämre än snittet bland tillväxtmarknadsbörserna. Det är framför allt en svag utveckling för den ryska börsen som håller nere regionens avkastning, medan de sydafrikanska och turkiska aktiemarknaderna har gått bättre det senaste året.

Det politiska klimatet i regionen är svårt att bedöma, vilket innebär en ständigt förhöjd och svåröversäglig risk. Ett färskt exempel på den politiska nyckfullheten i EMEA hittar vi i Sydafrika, som är det största landet i regionen. I december fick landets börs och valuta en vitamininjektion när Cyril Ramaphosa utsågs till regeringspartiet ANC:s nye ledare. Förhoppningarna bland investerare är att valet av Ramaphosa ska bana väg för ökad politisk stabilitet, korruptionsbekämpning och reformer som den tröga ekonomin är i behov av. Förhoppningarna kom dock initialt på skam när Zuma först vägrade avgå, men återvände igen i februari när avgången till slut blev av. Den sydafrikanska valutan, randen, handlas nu på den högsta nivån på omkring tre år. Men om presidentbytet kommer leda till verklig förändring eller om det handlar om kortsiktiga förhoppningar som sedermera grusas återstår att se.

Den osäkerhet som gäller Sydafrikas ekonomiska framtid går igen även bland de andra stora länderna i regionen; Ryssland och Turkiet. Den ryska börsen har visserligen återhämtat sig under hösten i och med uppgången i oljepriset, men förblir känslig för svängningar i både råvarupriser och politik.

På EMEAs pluskonto finns det faktum att tillväxtmarknader generellt gynnas av den starka världskonjunkturen och de högre råvarupriserna. Möjligheten finns också att de politiska och ekonomiska förutsättningarna faktiskt förbättras. Vi anser inte att EMEA ska utgöra någon stor andel av portföljen eftersom risken är hög, men vi ser ändå att det givet det globala uppsvinget i konjunkturen är värt att ha en neutral position i regionen. ●



Den osäkerhet som gäller Sydafrikas ekonomiska framtid går igen även bland de andra stora länderna i regionen; Ryssland och Turkiet.



# Se upp för ränterisk

Den allt starkare tillväxten i världen och det faktum att flera ekonomier nu växer över sin långsiktiga potential, har ökat risken för att 2018 blir året då inflationen till slut återvänder. Det har fått räntorna att klättra uppåt i såväl USA som Sverige och Europa.

De största ränteuppgångarna har skett i USA där arbetslösheten är mycket låg, ekonomin växer över potential och där stora skattesänkningar klubbats igenom som ytterligare ökar risken för inflation. Det har fått marknaden att förvänta sig att Fed höjer räntan totalt tre gånger i år vid sidan av minskningen av obligationsportföljen. Men det är inte bara i USA förväntningarna på en åtstramning har ökat. Även i euroområdet ökar sannolikheten att ECB avslutar stödköpen i höst eller åtminstone trappar ned storleken på programmet ytterligare, och för svensk del väntas en första räntehöjning komma i höst. Även om räntorna har stigit globalt och uppgångarna är relativt stora, tål det att påpekas att vi fortfarande befinner oss på historiskt låga räntenivåer.

Stigande räntor innebär fallande obligationspriser och ju längre löptid en obligation har, desto hårdare slår rän-

teförändringar på priset. Som tumregel kan man säga att en ränteuppgång om 1 procentenhet ger en negativ effekt på obligationspriset som är lika stor som löptiden (durationen) är lång. En fem-årig obligation skulle därför falla med ungefär 5 procent i värde om marknadsräntan på kort tid steg 1 procent.

En svensk 10-årig obligation ger idag en ränta på knappt 1 procent, vilket gör att det finns gott om utrymme för den att stiga (och priset på obligationen att sjunka). Däremot finns inte särskilt mycket utrymme för räntan att falla, och det gör att den stötdämpande funktionen i portföljen är begränsad. I USA ser det lite mer intressant ut – där har den långa obligationsräntan klättrat upp emot 3 procent. Det innebär att det finns en viss fallhöjd för räntan (och möjlig prisuppgång för obligationer) i händelse av en chock, men också att det faktiskt ger en viss löpande avkast-

ning att äga obligationer. Det innebär att argumentet som ofta används för att motivera de höga värderingarna på börsen – att det saknas alternativ till aktier – inte längre väger lika tungt.

## Hellre låg avkastning än betydande nedsida

Aktiemarknadens skrämselflicka i början av februari är en tydlig påminnelse om varför det är viktigt att inte bara maximera avkastningen, utan att det även är viktigt att ha koll på risken och se till att också ha tillgångar som stabiliserar portföljen. Med utgångspunkt i att vi väntar oss att räntorna kommer att röra sig uppåt på sikt och att det slår hårdare mot obligationer med lång löptid, fortsätter vi att minimera ränterisken genom att välja korta räntefonder framför långa. Rent konkret innebär det att vi föredrar penningmarknadsfonder framför obligationsfonder, trots att den förväntade avkastningen på de flesta

korta räntefonder idag är mycket låg eller till och med svagt negativ efter förvaltningskostnader. Stiger räntorna kommer dock korta räntefonder gradvis att kunna ge en högre avkastning. Ett alternativ är att välja ett sparkonto med insättningsgaranti istället, där avkastningen inte är negativ.

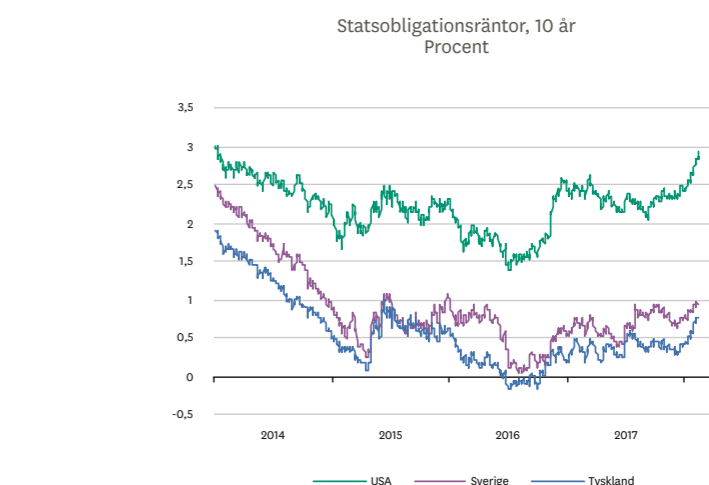
När även den svenska långräntan klättrar upp emot tre procent (vilket den sannolikt inte gör det närmaste året) blir läget ett annat. Då ger långa obligationsfonder ett bättre skydd och en högre avkastning – men där är vi alltså inte ännu.

## Stora skillnader mellan olika korträntefonder

När man pratar om korta räntefonder är det lätt att tro att alla är ungefär likadana. Så är dock inte fallet. En penningmarknadsfond som bara investerar i korta obligationer utgivna av svenska staten skulle ha en genomsnittlig räntenivå på -0,5 procent. Eftersom få fonder vill ge en garanterat negativ avkastning finns det olika sätt att höja den förväntade avkastningen, till exempel genom att även investera i bostads- och företagsobligationer. Det behöver inte innebära något problem, förutsatt att det inte händer något på marknaden som väsentligt förändrar förutsättningarna och påverkar priset på obligationerna. Exempel på sådana händelser skulle kunna vara en krasch på bostadsmarknaden, en lågkonjunktur eller bolagsspecifika händelser som förändrar ett företags kreditutsikter. Med anledning av prisutvecklingen på den svenska bostadsmarknaden under hösten samt de stora rörelserna på världens börser i början av året, anser vi att det är viktigt att belysa att alla korträntefonder inte är att betrakta som säkra kassaplaceringar. Det finns som bekant inga gratis luncher, och de fonder som klarar av att ge en lite högre avkastning gör det därför att de tar en högre risk. Det är viktigt att vara medveten om. Genom att granska fondens faktablad där både löptiderna för innehaven samt de största innehaven framgår, kan man få en bättre uppfattning om vilken typ av obligationer fonden placerar i.

## Företagsobligationsfonder

Ett sätt att öka den förväntade avkastningen på räntedelen av portföljen är att höja risken något genom att placera en del av kapitalet i företagsobligationsfonder. Det är en strategi vi länge har föror-



dat och som har varit lönsam av två anledningar. Dels har fonderna haft en högre genomsnittlig räntenivå än penningmarknads- och obligationsfonder, men avkastningen har dessutom fått en extra skjuts av att ränteskillnaden mot statsobligationer (spreaden) har minskat. Det har gjort att priset på företagsobligationer har stigit.

Ju lägre spreaden blir, desto mindre blir dock den återstående potentialen, och med tanke på att spreadarna är på de lägsta nivåerna sedan före finanskrisen är det svårt att se att det finns särskilt mycket uppsida kvar. Snarare finns risk att spreadarna går isär om räntorna stiger och oron på marknaden ökar, och det skulle vara negativt för avkastningen på företagsobligationsfonder. I ett sådant läge får bolag med svagare lönsamhet och kreditvärdighet svårare att finansiera sig än bolag med god kreditvärdighet. Det riskerar att slå hårdare mot företagsobligationsfonder med högre risk, så kallad high yield.

Givet att vi i grunden har en positiv syn på konjunkturen i år anser vi att man kan fortsätta spetsa räntedelen av portföljen med företagsobligationsfonder. Kompensationen för att ta högre risk är dock förhållandevis låg på räntemarknaden, och en mix av fonder av typen investment grade (högre kreditvärdighet) och high yield (lägre kreditvärdighet) kan vara en bra utgångspunkt. I valet mellan Europa och USA föredrar vi Europa (och Norden) av det enkla skälet att effekten av att säkra avkastningen till svenska kronor har en större negativ effekt från dollar än euro. På ett års sikt sänks den förvän-

tade avkastningen på en amerikansk företagsobligationsfond med uppskattningsvis 2 procentenheter på grund av skillnad i räntenivå.

## Bästa stötdämparen

I ett läge med högre räntor fungerar obligationsdelen av ett sparande som en krockkudde, som ökar i värde när förutsättningarna för börsen försämras. Givet dagens låga ränteläge är den funktionen begränsad. Det handlar snarare om att ha en stötdämpare i portföljen, som gör att svängningarna inte blir alltför stora i oroliga tider. Kombinationen av värdebevarande penningmarknadsfonder samt företagsobligationsfonder med potential att ge viss avkastning anser vi fyller den funktionen bäst i en långsiktig portfölj. ●



Det är inte bara i USA förväntningarna på en åtstramning har ökat.

**Foto och renderingar**

Klara G / Söderberg Agentur: Sid 10–11

Elias Klingén / Söderberg Agentur: Sid 2, 6, 9, 14, 17 och 20

Viktor Gårdsäter: Insida omslag, sid 4 och 7

Sean Pavone / Shutterstock.com: Sid 5

**Grafer**

Macrobond: Sid 4, 7, 8, 13, 20–24 och 27

SCB: Sid 18

Bloomberg: Sid 24

**Design**

Essen International

**Tryck**

Ineko & Brand Factory



