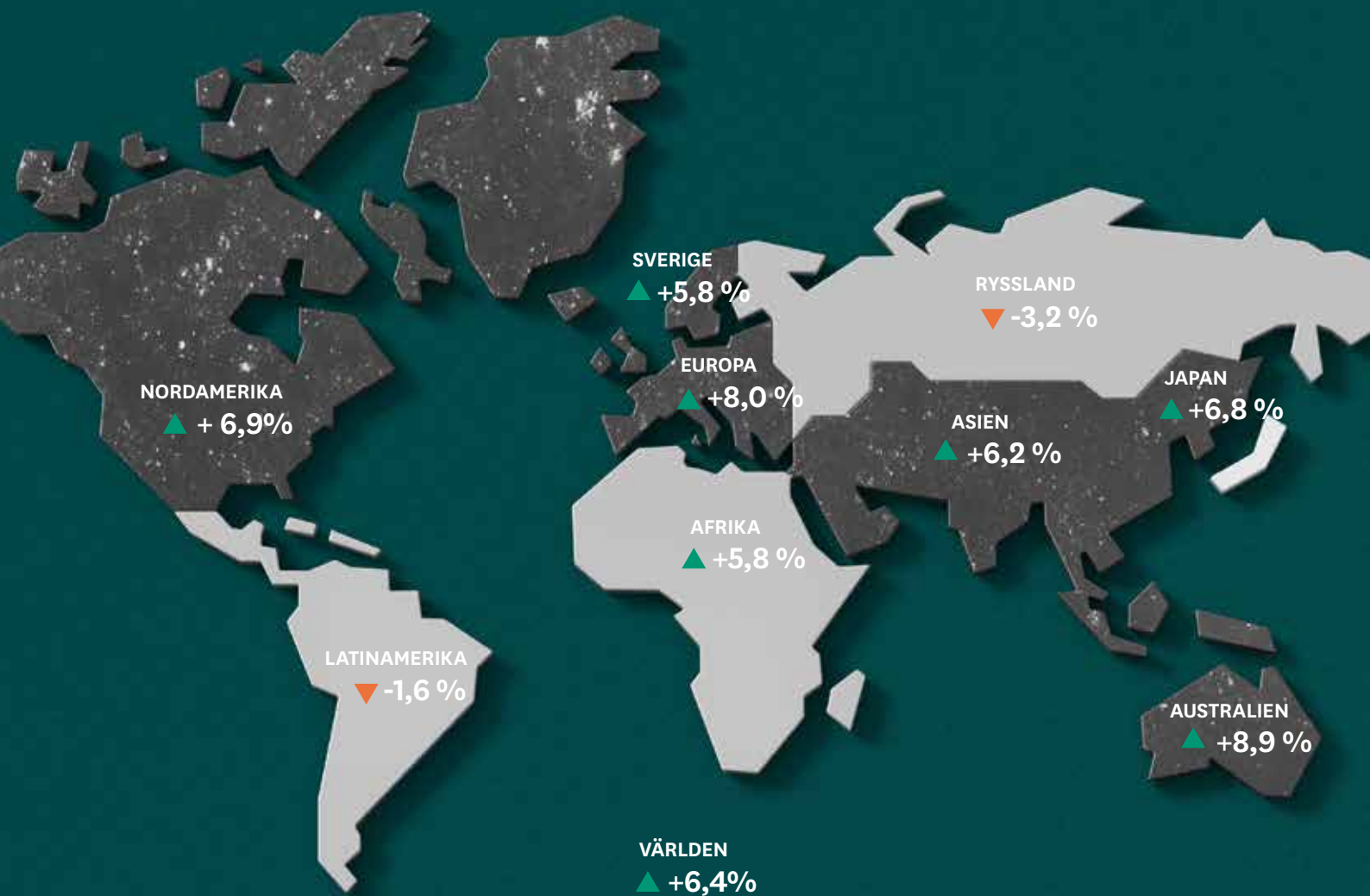


# Marknadsbrev

## Maj 2018



# Marknadsbrev

## Maj 2018

### **Ras för kronan ger avkastning på turbulent börs / sid 3**

Det har funnits gott om oroshärda för börsen att förhålla sig till under årets första månader. Tecken på stigande inflation och räntor i USA följdes av oro för handelskrig och ett stadigt försämrat geopolitiskt läge. Oron har lett till betydande turbulens på världens börser, och årets avkastning för svenska sparare är uteslutande ett resultat av den allt svagare svenska kronan.

### **Minusränta minst ett år till / sid 5**

Vid Riksbankens räntebesked i april meddelades att en första räntehöjning väntas komma först mot slutet av året. Den prognosen ska dock tas med en stor nypa salt. Dels har Riksbanken en lång historia av att skjuta räntehöjningar på framtiden och dessutom kan mycket hända innan vi är framme vid slutet av året. Oavsett om det blir en höjning i år eller ej, så ökar sannolikheten för att vi går in i nästa lågkonjunktur med låg ränta. Kanske till och med minusränta.

### **Fem tecken på att konjunkturen har toppat / sid 7**

Under förra året ökade tillväxten i världsekonomin. Vi skrev då att konjunkturen hade kommit upp i marschfart och att ytterligare tillväxtlyft inte var att vänta. Den bedömningen står sig. När vi nu har kommit en bit in i 2018 inställer sig även frågan huruvida konjunkturen har passerat toppen och i så fall vad vi ska vänta oss framöver. Vi listar fem tecken på att tillväxten har toppat, men det som väntar är mer av en utplaning än en nedgång.

# Ras för kronan ger avkastning på turbulent börs

Det har funnits gott om oroshårdar för börsen att förhålla sig till under årets första månader. Tecken på stigande inflation och räntor i USA följdes av oro för handelskrig och ett stadigt försämrat geopolitiskt läge. Oron har lett till betydande turbulens på världens börser, och årets avkastning för svenska sparare är uteslutande ett resultat av den allt svagare svenska kronan.

## Stormen efter lugnet

Förra året gick till historien som ett av de lugnaste börsåren någonsin. Faktum är att vi kan räkna antalet dagar som ett globalt börsindex rörde sig mer än 1 procent – uppåt eller nedåt – på ena handens fingrar. Den lugna stämningen återspeglades även i ständiga lägstanivåer för index som mäter hur stora kursvägningar som investerare förväntar sig den närmaste månaden – ibland kallat "skräckindex". Samtidigt fick konjunkturen och bolagsvinsterna luft under vingarna, och varken amerikanska räntehöjningar eller stundande nedtrappning av europeiska stimulanser lyckades störa lugnet.

Jämfört med fjolårets sömninga tilldragelse framstår början av 2018 som en regelrätt storm. Vi skulle nästan behöva fyra händer för att räkna antalet dagar som börsen har rört sig mer än 1 procent och det nyss nämnda skräckindexet har skjutit i höjden. Det är i grunden inte särskilt konstigt. Dels började aktiemarknaden 2018 med en sällsynt brant uppgång som knappast var uthållig och dessutom har oroshårdarna hopat sig. Om inte inflationstendenser i USA och risk för handelskrig räcker, kan vi lägga till det som har börjat kallas för "Kalla kriget 2,0" på listan av hot. Jo, nog är det rimligt med lite ökad turbulens.

## Ekonomi oroar mer än politik?

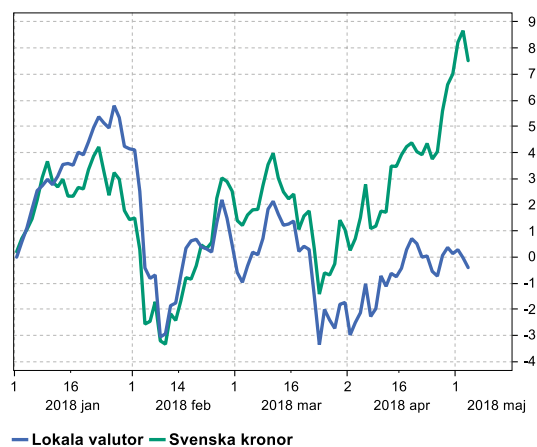
Risker kopplade till inflationen och konjunkturen kan vi uppskatta någorlunda väl – åtminstone på kort sikt. Vår bedömning nu är densamma som i vintras; vi räknar med att inflationen rör sig långsamt uppåt i år, men ser i nuläget ingen större dramatik framför oss. Konjunkturen ser ut att ha toppat, men det som väntar är snarare än utplaning på hyggliga nivåer än en nedgång (läs mer på sidan 5). När det kommer till de politiska riskerna, däremot, så är de dels svårare att uppskatta (särskilt för oss ekonomer) och att dessutom sia om hur de kommer att påverka de finansiella marknaderna gör det hela än mer besvärligt.



Johan Lundqvist  
Makroekonom

## Börsutveckling: Världsindex

Procent sedan årsskiftet, MSCI AC World TR



Källa: Macrobond



Turbulensen på börsen raderade snabbt ut årets inledande uppgång.

En indikation kan vi förvisso få om vi återigen vänder oss till skräckindexet. Det sköt i höjden i samband med inflationsoron i februari och ökade på nytt när oron kring ett handelskrig tog fart. Däremot var rörelsen desto mer beskedlig när flertalet västländer utvisade ryska diplomater som svar på förgiftningsskandalen i Storbritannien. Detsamma gällde när den amerikanska militären genomförde bombräder i Syrien – trots att dessa ytterligare förvärrade relationerna mellan Väst och Ryssland. En möjlig tolkning av detta är att börsen oroar sig främst för ekonomiska risker, men har större tolerans mot politiska dito. Alldeles oavsett är vår bedömning att risken med att investera på börsen har ökat.

#### Kronförsvagning mumma för svenska sparare – just nu

Turbulensen på börsen raderade snabbt ut årets inledande uppgång. I skrivande stund befinner sig ett globalt börsindex på ungefär samma nivå som vid årsskiftet mätt i såväl amerikanska dollar som i lokal valuta. Börsen har därmed inte gett någon avkastning alls hittills i år. I svenska kronor ser det dock desto muntrare ut. För oss har börsen stigit med 7,5 procent sedan årsskiftet. Det är i nivå med en genomsnittlig årsavkastning på börsen, men är alltså ett resultat av kronans försvagning och inget annat. Här gäller det dock att komma ihåg att denna avkastning är långt ifrån gratis. Den bygger inte på att företagen tjänar mer pengar eller på att konjunkturen har förbättrats utan beror endast på att den svenska valutan har blivit mindre värd. Man kan beskriva det som att den extra avkastning vi har fått via valutan i år har vi lånat. Och när kronan börjar stärkas igen kommer vi få betala tillbaka den. För precis som kronan har gynnat svenska sparare i år kommer det en tidpunkt då kronan jobbar emot oss. Det kan vara värt att ha i åtanke.

#### Svag börs ger något lägre värderingar

Om vi ska avsluta i litet mer positiv anda kan det vara värt att påpeka att den tama börsutvecklingen i år också har en positiv följd, nämligen att värderingarna har minskat. Vid årsskiftet låg p/e-talet för världsindex på ca 16,5, vilket var den högsta nivån på nästan 14 år. Om den nivån hade fortsatt uppåt hade vi ganska snart börjat komma in i bubbel-territorium. Sedan dess har p/e-talet istället sjunkit till 15. Det är positivt

eftersom höga värderingar dämpar den framtida avkastningspotentialen och även ökar fallhöjden om börsen skulle vända ned. Med tanke på all den osäkerhet som trots allt finns på marknaden är det sunt att värderingarna minskar. Särskilt välkommet är det när vi nu är inne på det tionde året av börsuppgång som, om den får fortsätta några månader till, blir den längsta någonsin i höst.

#### Sell in May?

Så, vad ska man tro om börsen – gäller det gamla talesättet *Sell in May and stay away*? Nja, nog för att merparten av börsens årsavkastning i genomsnitt brukar komma under första halvåret, men den brukar likväl stiga under andra halvåret – i genomsnitt. Att jaga säsongsmönster på börsen är spekulation. En bättre, om än inte lika spännande, strategi är att fokusera mer på portföljen än på börsen. För börsens svängningar kan vi varken förutspå eller påverka. Det vi däremot kan förutspå med hygglig precision är hur vår portfölj kommer utvecklas i olika scenarios, och det kan vi dessutom påverka. Det handlar återigen om att ha en risknivå som vi är bekväma med. Ett bättre ordstäv är därför snarare något i stil med *fokusera på balansen i portföljen och luta dig tillbaka i fätöljen*. ●

Johan Lundqvist  
Makroekonom

Aktiemarknadsvärdering: Världsindex  
12 mån framåtblickande p/e för MSCI AC World



Källa: Macrobond



# Fem tecken på att konjunkturen har toppat

Under förra året ökade tillväxten i världsekonomin. Vi skrev då att konjunkturen hade kommit upp i marschfart och att ytterligare tillväxtlyft inte var att vänta. Den bedömningen står sig. När vi nu har kommit en bit in i 2018 inställer sig även frågan hurvida konjunkturen har passerat toppen och i så fall vad vi ska vänta oss framöver. Vi listar fem tecken på att tillväxten har toppat, men det som väntar är mer av en utplaning än en nedgång.

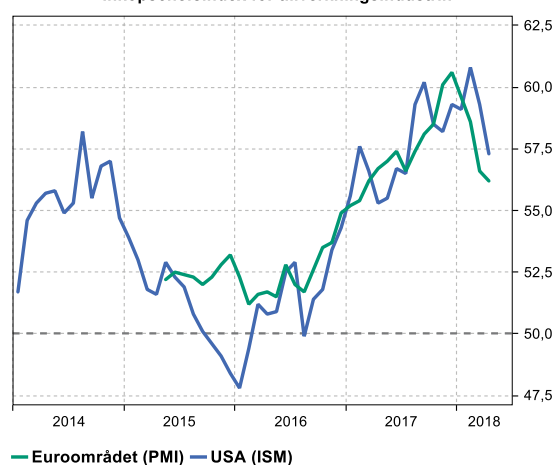


## 1. Barometrarna viker

Vid årsskiftet indikerade olika konjunkturbarometrar det starkaste ekonomiska läget på många år. I vissa länder fick vi gå tillbaka till före finanskrisen för att hitta ett läge med lika stor optimism bland företagen. Historiskt brukar så starkt stämningsläge vara kortvarigt. Snarare brukar barometrarna komma upp och vända på så höga nivåer. Det tycks även ha skett den här gången. Ett index över globala inköpschefsindex inom tillverkningsindustrin som har stigit sedan halvårsskiftet 2016 har mattats av i år. Även på andra områden har statistiken försvagats. Inbromsningen i den ekonomiska statistiken följs också av att tillväxtprognoserna för 2018 har reviderats ned. Än så länge handlar det om marginella sänkningar, men om statistikbesvikelserna håller i sig, kommer även prognoserna fortsätta att skruvas ned. Ibland blir sådana avmattningar långvariga och övergår i lågkonjunktur. Något sådant syns inte i mätningarna nu. Tvärtom är dagens nivåer förenliga med fortsatt högkonjunktur. Men signalen är likväl att konjunkturen har toppat.

## Konjunkturbarometrar

Inköpschefsindex för tillverkningsindustrin



Källa: Macrobond

## 2. Resursbrist blir till hämsko

Fram till nyligen har det funnits lediga resurser i ekonomin. Företagen har kunnat anställa personal med hyfsad enkelhet och öka effekten i fabriker. Men efter mer än åtta år av expansion för världsekonomin har vi nu kommit fram till ett läge där resurserna har eller håller på att ta slut. I stora länder som USA, Tyskland, Storbritannien och Japan är resursläget ansträngt. Det är svårt att få tag på kvalificerad personal och fabriker går för högvarv. Problemet är inte längre brist på efterfrågan – problemet är svårigheten att möta den höga efterfrågan. Förutom att det är ett utmärkt recept på inflation, så är det också en begränsning för tillväxten. Resursutnyttjande kan förvisso vara knepigt att mäta. I USA är till exempel deltagandet på arbetsmarknaden fortfarande en bra bit lägre nu än före finanskrisen och i Sverige är arbetslösheten bland utrikes födda fortfarande mycket hög. Det finns alltså ännu gott om personer i arbetsför ålder som inte har ett jobb. Problemet handlar dock inte i första hand om brist på personal – det handlar om brist på *kvalificerad* personal. Exakt när och i vilken utsträckning resursbristen hämmar tillväxten är svårt att uppskatta. Klart är dock att det blir mer utmanande för tillväxten framöver.

## 3. Kina bromsar in

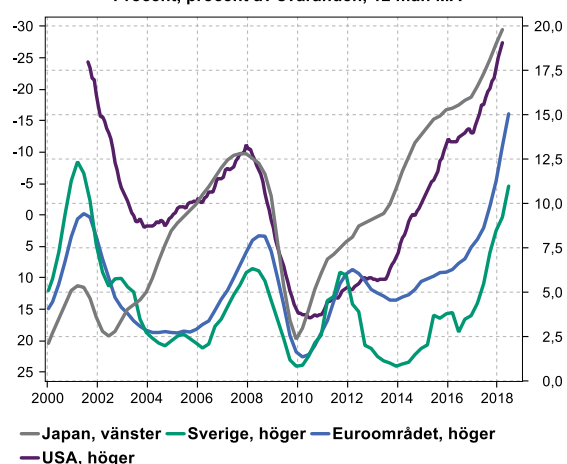
Kinas nominella tillväxt ökade från strax under 6,5 procent i slutet av 2015 till en bit över 11 procent 2017. Uppväxlingen i den kinesiska ekonomin var en central anledning till att världsekonomin fick upp farten. I år har dock de kinesiska myndigheterna siktet inställt på en inbromsning i tillväxten. Det handlar om en ganska måttlig avmattning om några tiondelar, och påverkan på världsekonomin bör inte bli särskilt stor. Vi räknar dessutom med att den globala ekonomin är mer självgående idag än för två år sedan. Men det är alltjämt ett stöd som avtar. Den kinesiska vitamininjektionen fick fart på hjulen som nu snurrar för egen maskin, men sannolikt tappar maskinen viss fart när nu Kina tar ett steg tillbaka.

## 4. Minskade ränteskillnader

En av de mer träffsäkra indikatorerna för vändningar i konjunkturen är lutningen på räntekurvan och då närmare bestämt skillnaden mellan räntor med lång och kort löptid. Räntor med kort löptid speglar i hög grad förväntningar på penningpolitikens utformning. Om marknaden tror att centralbanken kommer höja räntan stiger korträntorna och vice versa. Räntor med lång löptid påverkas av flera saker – däribland förväntningar på framtida inflation och tillväxt. Om långräntorna sjunker kan det vara en signal på att marknaden ser låg inflation och/eller låg tillväxt i framtiden. I normala fall är långräntorna högre än korträntorna. Men om korträntorna stiger (på förväntningar om räntehöjningar från centralbanken) utan att långräntorna gör det eller om långräntorna sjunker (eftersom marknaden förväntar sig att inflationen eller konjunkturen försvagas) så kan det bli problematiskt. Samtliga lågkonjunkturer i den amerikanska ekonomin i modern tid har föregåtts av att korträntan blivit högre än långräntan. I dagsläget är skillnaden mellan

## Personalläget bland företagen

Procent, procent av svaranden, 12 mån MA



Källa: Macrobond

**USA:** Andel av företagen som uppger att brist på kvalificerad arbetskraft är enskilt största problemet (från NFIB)

**Euroområdet och Sverige:** Faktorer som begränsar produktionen: Arbetskraft (från ECFIN)

**Japan:** Employment Condition Index (från TANKAN)

## Kina: Real och nominell BNP-tillväxt

Procent i årstakt



Källa: Macrobond

## USA: Obligrationsräntor, 10 år & 2 år

Procent



Källa: Macrobond

räntan med tio års löptid och den med två års löptid endast ungefär en halv procentenhet. Det är en bit kvar tills den signalerar lågkonjunktur, men den signalerar trots allt att vi har kommit långt in i den ekonomiska cykeln och att konjunkturen har toppat.

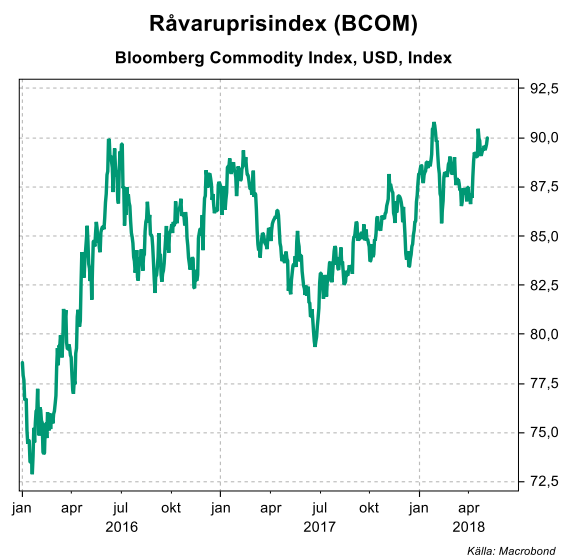
### 5. Stigande råvarupriser

Det sista tecknet på att konjunkturen har toppat är uppgången i råvarupriser. Detta är endast ett anekdotiskt tecken och har isolerat ingen större förklaringsgrad. Det bygger på observationen att råvarupriser är sencykliska. Till skillnad från till exempel aktiepriser som ofta ligger före konjunkturen (börsen vänder oftast ned långt före en lågkonjunktur syns i statistiken) tenderar råvarupriserna inte sällan att stiga även efter att konjunkturen har vänt ned. I samband med finanskrisen vände börsen ned sommaren-hösten 2007, medan oljepriset nådde sin högsta nivå sommaren 2008. Råvarupriser påverkas dock av många olika faktorer varav vissa inte har någon relevans för konjunkturen. I år tycks till exempel det geopolitiska läget och utbudsbegränsningar ha bidragit till uppgången, vilket inte nödvändigtvis har någon bäring på den framtida konjunkturen. Men det faktum att priserna stiger passar likväl bra in i bilden av en konjunktur som har toppat.

### Slut på accelerationen – inte lågkonjunktur

Vad innebär då detta – är vi på väg in i lågkonjunktur nu? Nej, att tillväxten har eller är på väg att toppa innebär inte att en nedgång nu väntar. Konjunkturen är fortfarande stark och vi ser snarare en utplaning än en nedgång. Världsekonomin accelererade under förra året och har nu kommit upp i marschfart. Det gäller också att komma ihåg att frågan handlar om huruvida världsekonomin ska växa med 3,7, 3,8 eller 3,9 procent. Global BNP kommer alltså att fortsätta växa i närheten av samma takt som förra året även i år. Men när förbättringen sker i långsammare takt, bör det även påverka bolagens vinsttillväxt och i förlängningen även aktiemarknaden, men följderna avkastningen inte blir lika stark härifrån och framåt som hittills. ●

**Johan Lundqvist**  
Makroekonom



# Minusränta minst ett år till

Vid Riksbankens räntebesked i april meddelades att en första räntehöjning väntas komma först mot slutet av året. Den prognosen ska dock tas med en stor nypa salt. Dels har Riksbanken en lång historia av att skjuta räntehöjningar på framtiden och dessutom kan mycket hända innan vi är framme vid slutet av året. Oavsett om det blir en höjning i år eller ej, så ökar sannolikheten för att vi går in i nästa lågkonjunktur med låg ränta. Kanske till och med minusränta.

## **Krisvaluta i het högkonjunktur**

Ännu en gång flyttade Riksbanken fram tidpunkten för när räntan ska börja höjas. Anledningen är i vanlig ordning inflationen som har fortsatt att vara för låg under våren. Huruvida Riksbanken kommer kunna leverera på sin prognos att höja räntan i slutet av året beror nästan uteslutande på hur inflationen utvecklas kommande månader. Vi utesluter inte att det faktiskt blir en höjning i december. Det skyhöga resursutnyttjandet i svensk ekonomi och den allt svagare kronan kommer förr eller senare börja sätta avtryck i inflationen. När nu Riksbanken dessutom har sänkt sin prognos för den underliggande inflationen blir det därtill enklare att nå och överträffa prognosen och därmed få till en höjning. Man ska också komma ihåg att det är många månader kvar till december, då en höjning kan bli aktuell, och om försvagningen av kronan håller i sig kommer vi till slut till en punkt då det blir oerhört svårt för Riksbanken att försvara sin penningpolitik.

Svenska kronan handlas nu till nivåer som vi vanligtvis bara ser under djupa kriser – trots att det råder en sällsynt stark högkonjunktur i Sverige.

## **Rikare låntagare, fattigare sparare**

Oavsett om det blir en höjning i december eller ej, ska man dock komma ihåg det inte handlar om något skifte. Det vi pratar om här är att göra räntan lite mindre negativ. Till att börja med ska ju räntan upp till nollstrecken och räkna med att det tar åtminstone ett år innan den ens blir positiv. Räntan förblir därför låg i Sverige under lång tid.

Ihållande låg ränta är glädjande för alla med bolån, men desto mer utmanande för sparare. Med en ränta kring noll procent och en inflationstakt på 2 procent, blir den reala avkastningen på de flesta ränteplaceringar negativ. Att så sker under kortare perioder är inte helt ovanligt och heller inte särskilt problema-



Ihållande låg ränta är glädjande för alla med bolån, men desto mer utmanande för sparare



tiskt. Men när det pågår under flera år – och någon vändning inte är i sikte – så är den provocerande följden att minusräntan gör svenska sparare fattigare. Sannolikt leder det även till att många sparare lockas att ta högre risk för att förbättra möjligheten till avkastning. När minusräntan dessutom bidrar till att försvaga värdet på svenska kronan minskar även vår internationella köpkraft.

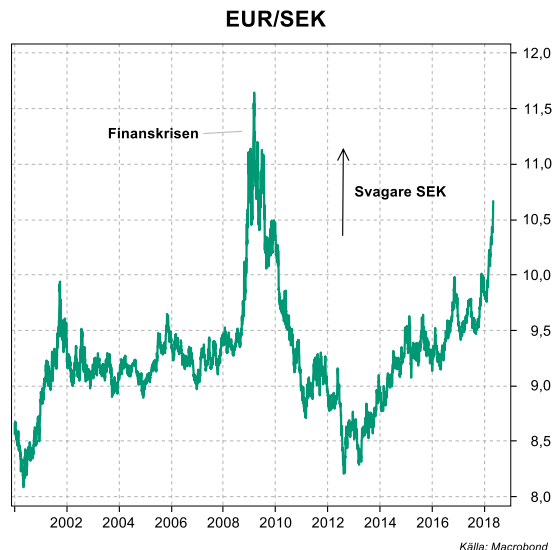
### Nästa lågkonjunktur möts med låg ränta

Om vi blickar litet längre fram så räknar Riksbanken med att komma upp i en ränta på en halv procent först i mitten av 2020. Om allt vill sig väl. Men så blir det ju inte alltid. Om inflationen eller konjunkturen viker ner sig är det inte ens säkert att räntan hinner komma upp över nollstrecket. Det är ingen avlägsen spekulation. Nyligen flaggade vice Riksbankschef Martin Flodén för att Riksbanken kanske inte hinner höja räntan innan nästa lågkonjunktur. Flodén pekar på andra sätt att stötta ekonomin; via än mer negativ ränta, köp av bostadsobligationer och genom finanspolitiken. Men då krävs att sådana stimulanser är tillräckliga i storlek, att de träffar rätt och att de sker rätt i tid samt att den parlamentariska situationen inte sätter käppar i hjulen.

Det får nog betraktas som troligt att vi går in i nästa lågkonjunktur med låg ränta, kanske till och med minusränta. Riksbanken kommer då ha ytterst begränsad möjlighet att stimulera ekonomin. Att ”bygga upp arsenalen” inför nästa lågkonjunktur är möjligen inte tillräckligt starkt argument för att höja räntan nu – men den uttömda arsenalen är likväl ett bekymmer. Vid finanskrisen kunde reporäntan sänkas från 4,75 procent till 0,25 procent och det gav ordentligt stöd till ekonomin. Det kan vara värt att fundera på vad som skulle ha hänt om vi inte hade haft den möjligheten, för så ser läget ut idag och det är bekymrande.

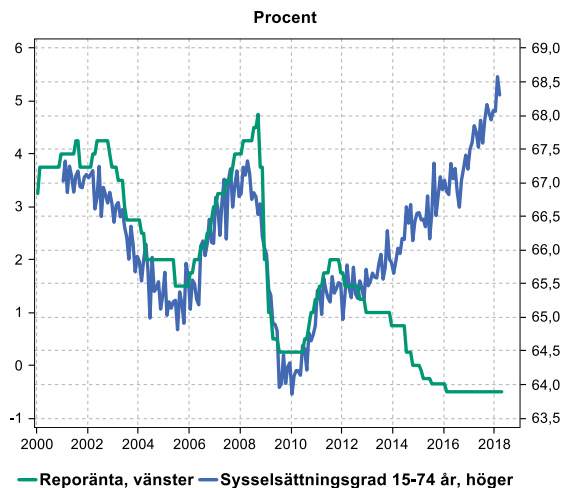
Vi hade hoppats att Riksbanken skulle stå fast vid sin plan för reträtt från minusräntan och börjat höja räntan i sommar eller i höst. Nu skjuts det återigen på framtiden. Vi fortsätter därmed att – mitt i en het högkonjunktur – ha lägre ränta än under djupaste finanskris. Det är inte sunt. ●

Johan Lundqvist



Makroekonom

### Sverige: Sysselsättningsgrad & reporänta



Källa: Macrobond

### **Begränsning av ansvar**

Informationen i denna publikation baseras på Skandias egna bedömningar vid tidpunkten för publicerandet samt på andra källor. Bedömningarna utgår från faktorer och uppgifter som kan visa sig vara oriktiga. Bedömningar och slutsatser som presenteras kan komma att ändras och det kan ske utan att Skandia distribuerar information om förändringen. Skandia ställer därför inga garantier och gör inga utfästelser vad gäller riktighet, tillförlitlighet eller fullständighet av den lämnade informationen. Den som tar del av informationen ska vara medveten om att den inte innebär något erbjudande om köp eller försäljning av finansiella instrument, någon uppmaning till sådana transaktioner eller något råd. Det ankommer på användaren av informationen att själv värdera riktigheten, tillförlitligheten och fullständigheten av informationen.

Information och åsikter som uttrycks i annonser från andra företag än Skandia är dessa företags egna och baseras på företagets egna bedömningar. Skandia ansvarar inte för innehållet i annonser och ställer inga

garantier och gör inga utfästelser vad gäller riktighet, tillförlitlighet eller fullständighet av lämnad information. Den som tar del av annonser ska vara medveten om att dessa inte innebär något erbjudande om köp eller försäljning av finansiella instrument, någon uppmaning till sådana transaktioner eller något råd från Skandias sida.

Historisk avkastning är ingen garanti för framtiden. Pengar som placeras i fonder kan både öka som minska i värde och det finns ingen garanti att få tillbaka hela det insatta kapitalet. Att fatta investeringsbeslut innebär alltid ett risktagande och varje sådant beslut fattas självständigt av kunden och på dennes eget ansvar.

Denna information är avsedd enbart för personer och företag med hemvist inom den europeiska unionen och det ekonomiska samarbetsområdet samt i Schweiz och således inte riktat till person hemmahörande i USA eller något annat land där tillgängliggörande på något sätt är begränsad.

### **Medverkande:**

**Johan Lundqvist**  
Makroekonom

### **Foto**

Shutterstock, sid 5  
gettyimages, sid 8

### **Publiceringsdatum**

9 maj, 2018