

# Placeringsutsikter

Oktober 2018

Skandia

---

**Sällsynt svag  
krona – hög  
avkastning  
men ökad risk**



## MEDVERKANDE



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.



Hans Malmsten är ekonomie doktor och portföljförvaltare.

Publiceringsdatum: oktober 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** TEMA BÖRSUPPGÅNGEN 12



**E** VALUTA 14



**F** SKANDIAS VÄRDEMÄTARE 16



**G** MARKNADSÖVERSYN 18



**H** RÄNTEPLACERINGAR 26



# I Placeringsutsikter hösten 2018

Placeringsutsikter är publikationen som hjälper dig att fatta långsiktigt smarta och medvetna investeringsbeslut. Artiklarna är skrivna av Skandias kapitalförvaltning, och marknadssynen bygger på den långsiktiga strategin i Skandias traditionella livportfölj som idag består av över 450 miljarder kronor, varav majoriteten är tjänstepension.

I det förra numret av Placeringsutsikter som publicerades i februari 2018, konstaterade vi att den lugna börsutveckling som präglade 2017 hade brutits och att osäkerheten hade ökat. Begynnande inflationstendenser och nedtrappade stimulanser ökade även risken för stigande räntor. Samtidigt stärktes den globala konjunkturen även om vi såg små möjligheter till ytterligare förbättring. Budskapet var att det inte var läge att öka risken i portföljen och att betydelsen av långsiktighet hade ökat.

Sedan dess har börsutvecklingen varit blandad. Medan börserna i Sverige och USA har stigit, har de flesta andra börsindex rört sig i sidled eller sjunkit. Dessutom har kurssvängningarna ökat i takt med att orosmolnen har blivit allt fler. För svenska sparare ser det dock ljusare ut tack vare försvagningen av den svenska kronan, som lyfter avkastningen. Men baksidan är att vi nu behöver lägga ökad vikt vid risken att kronan stärks, med den negativa påverkan det skulle ha på våra portföljer.

I Placeringsutsikter rankar vi den långsiktiga avkastningspotentialen på världens sju aktiemarknader med hjälp av Skandias VärdeMätare. 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, tillväxtmarknaden Asien och Sverige – men anledningarna ser mycket olika ut.

Efter den både långa och stora uppgången på världens börser sedan finanskrisens slut anser vi också att den viktigaste frågan sparare har att fundera på är: Hur mycket av gångna års avkastning är jag beredd att riskera för möjligheten till fortsatt avkastning? På sidan 12 hjälper vi dig att komma fram till ett svar.

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

# Ökad nervositet på världens börser

Världens aktiemarknader har bjudit på trevande utveckling hittills i år. Efter det kortvariga raset i början av året har utvecklingen varit svajig. Skillnaderna mellan olika regioner har vidgats och dessutom har kurssvängningarna ökat. Även på andra marknader har det stundtals bjudits på stora rörelser. Det samlade budskapet från de finansiella marknaderna är att nervositeten har ökat i år jämfört med förra året. Vad beror det på?

Även om det inte finns ett facit som kan förklara marknadernas beteende på kort sikt, så kan vi förmodligen närma oss svaret genom att jämföra nuläget med hur det såg ut för ungefär ett år sedan. Under 2017 var det ekonomiska klimatet osedvanligt gynnsamt för aktier. Konjunkturen stärktes på bred front, företagens vinster ökade i allt snabbare takt, centralbankerna utanför USA tillförde enorma mängder likviditet till det finansiella systemet, en kommande amerikansk skattesänkning såg ut att kunna bli av och de politiska riskerna bedarrade succesivt. Det kunde inte bli så mycket bättre.

I dagsläget ser det ekonomiska läget fortsatt hyggligt ut, men vi kan inte komma ifrån att vi också ser en viss försämring jämfört med i fjol. Låt oss titta på vad som har förändrats och hur det påverkar förutsättningarna för våra placeringar.

## Konjunkturen: Från uppsving till avmattning

Vid årsskiftet signalerade olika konjunkturbarometrar ett sällsynt starkt ekonomiskt läge. På vissa håll fick vi gå tillbaka till före finanskrisen för att hitta perioder med lika positiva tongångar. Men vartefter året har gått har sentimentet gradvis mattats av. Även ”hårda data” över faktisk produktion har tappat fart. Det handlar inte om en stor avmattning och konjunkturen är fortfarande pigg, men budskapet är ändå att det bästa ligger bakom oss.

## Centralbankerna: Från maximal stimulans till nedtrappning

Under 2018 har de penningpolitiska stimulanserna från världens centralbanker trappats ned. I USA minskar Fed storleken på sin obligationsportfölj samtidigt som räntan höjs kontinuerligt. I euroområdet har ECB halverat storleken på sina köp av obligationer, och Riksbankens första räntehöjning närmar sig. Dessutom har räntor höjts i länder som Storbritannien och Kanada samt ett antal tillväxtmarknader. Vad vi ser i år är alltså att centralbankernas likviditetsstöd avtar och i och med det också att en av börsens viktigaste drivkrafter försvagas.

## Politiken: Från stabilitet till osäkerhet

Den kanske största försämringen ser vi på det politiska området. I våras var det italienska politiker som orsakade skrämselflicka på de finansiella marknaderna. Under sensommaren var det dispyten mellan NATO-länderna Turkiet och USA. Samtidigt har den eskalerande handelskonflikten mellan USA och Kina utvecklats till en följetång med oklar utgång. Den politiska oron medför en osäkerhet som är svår att förhålla sig till. Det handlar inte bara om risken för handelstullar, för med dagens tätt sammankopplade världsekonomi finns risker för snöbollseffekter som är svåra att överblicka på förhand.

## Tillväxtmarknader: Från lyft till frossa

Under 2017 stärktes tillväxtmarknaderna. Recessionerna i Ryssland och Brasilien tog slut samtidigt som Kinas

tillväxt ökade. Men år har lyftet övergått i tillväxtmarknadsfrossa. I Turkiet och Argentina har valutorna rasat och under sensommaren drogs fler länder in i turbulensen. Stark dollar och stigande räntor riskerar att sätta press på länder med stor utlandsskuld när lånekostnaderna ökar, men oron har drabbat även mindre känsliga ekonomier och dämpat investerarens riskvilja.

Frossan tjänar som påminnelse om de problem som riskerar att dyka upp när det nära nog tioåriga penningpolitiska experimentet ska rullas tillbaka. Vi räknar med att nya abstinenssymptom dyker upp med jämna mellanrum i takt med att stimulansfesten fortsätter att trappas ned.



Johan Lundqvist  
Makroekonom

## Risker är normaltillståndet

När vi lägger samman de utmaningar som marknaderna har ställts inför i år kan vi förstå det tvekande humöret på börsen och på andra marknader. Utmaningar och hot av olika slag är dock normaltillståndet för de finansiella marknaderna. Nog för att 2018 har bjudit på mer osäkerhet än 2017, men om riskbilden är värre nu än under ett genomsnittligt år är desto svårare att avgöra.

## Börja med det viktigaste

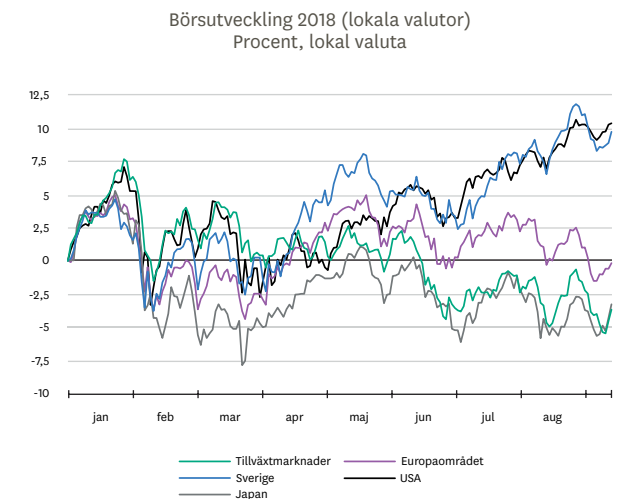
På kommande sidor ska vi reda ut hur det aktuella läget påverkar utsikterna för placeringar. Vi kommer avhandla konjunkturen, de olika aktiemarknaderna och dessutom göra en djupdykning på betydelsen av den svaga svenska kronan. Nu som alltid finns det mängder av faktorer som påverkar vårt sparande. Det finns dock en central fråga som är viktigare än alla andra tillsammans och som varje sparare behöver ställa sig:

*Hur mycket av gångna års avkastning är jag beredd att riskera för möjligheten till fortsatt avkastning?*

Svaret på denna fråga är det som kommer ha störst betydelse för din långsiktiga avkastning. Det är betydligt viktigare än valet av aktiemarknad. Och efter att börsen nu har stigit i nio och ett halvt års tid, kanske denna fråga också är viktigare nu än någonsin. ●



**”I Turkiet och Argentina har valutorna rasat och under sensommaren drogs fler länder in i turbulensen.”**





# Konjunkturen: Allt mer i otakt

Under de senaste två åren har den globala konjunkturen gått igenom ett brett och synkroniserat uppsving. Tillväxten ökade i såväl utvecklade länder som tillväxtländer under förra året. I år har dock världsekonomin börjat gå allt mer i otakt. På vissa håll har statistiken visat på en avmattning, medan den amerikanska ekonomin fortsätter att stärkas. Sammantaget ser global tillväxt ut att bli ungefär lika hög i år som i fjol, men skillnaderna mellan länderna ökar.

## Avmattning från starka nivåer

2018 startade på ett sällsynt starkt sätt. Olika konjunkturbarometrar indikerade det starkaste ekonomiska läget på många år. I vissa länder fick vi gå tillbaka till åren före finanskrisen för att hitta ett läge med lika stor optimism bland företagen. Sedan dess har dock optimismen mattats av. Till viss del är det fullt naturligt. Historiskt brukar ett så starkt stämningläge som rådde vid årsskiftet sällan vara särskilt länge. I takt med att året har gått har avmattningen även börjat märkas i "hårda data" över faktisk produktion. Vi ser

det inom industrin, i världshandeln och i faktisk BNP-statistik. Det handlar inte om en skarp inbromsning, utan om något lägre tillväxttal.

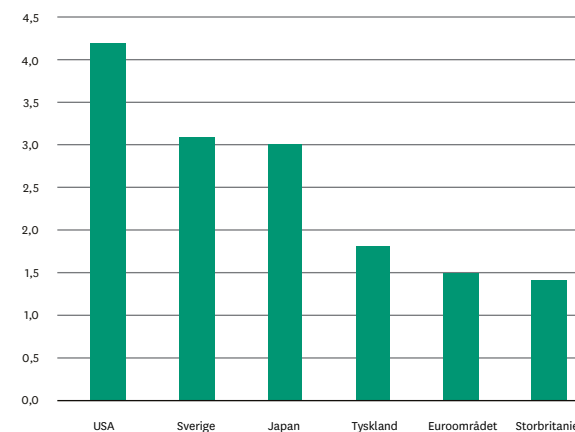
## USA går mot strömmen

Det finns även undantag. Den amerikanska ekonomin visar ännu inte tecken på avmattning. Tvärtom ökade tillväxten under vårmånaderna och industrin har fortsatt att gå på högvarv under sommaren. Vi räknar dock med att även USA:s ekonomi tappar viss fart framöver. Dels handlar det om kapacitetsbegränsningar som gör det svårare att upprätthålla

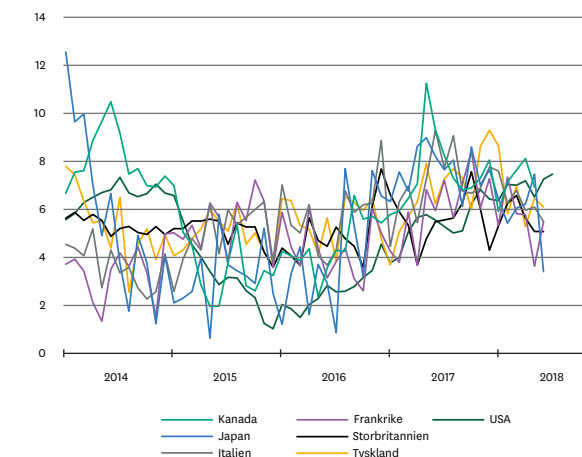
hög tillväxt. Vidare kommer stigande räntor och avtagande omvärldsefterfrågan successivt börja få viss påverkan. Dessutom är utsikterna för oljepriset osäkra, vilket reser vissa frågetecken kring storleken på investeringarna framöver.

För svensk del fortsätter högkonjunkturen även om viss avmattning i tillväxten sker framöver. Det handlar dels om att bostadsinvesteringarna minskar successivt. Vi räknar även med att arbetsmarknaden förbättras i långsammare takt samtidigt som dämpad

BNP-tillväxt andra kvartalet 2018  
Procent, kvartalstakt uppräknat i årstakt



Industriproduktion inom G7-länder



omvärldsefterfrågan får viss påverkan. Sammantaget leder det till viss avmattning i svensk konjunktur.

## Kina ett osäkerhetsmoment

Den största osäkerheten i våra prognoser rör den kinesiska ekonomin. Vi har redan sett en marginell avmattning i officiell BNP-statistik, men denna är behäftad med viss opålitlighet. Alternativa beräkningar över aktiviteten i ekonomin visar på en större avmattning. Förvisso är det inte helt oväntat eftersom de kinesiska myndigheterna har siktet inställt på en inbromsning i tillväxten i år. Men det får inte gå för fort. Kina har redan sjösatt olika stimulanter, vilket antyder att det kan finnas viss intern oro bland myndigheterna. Inte minst är amerikanska handelstullar och hot ett betydande osäkerhetsmoment för kineserna. Det märks inte minst på valutan och Shanghai-börsen som har tagit stryk i år. Under förutsättning att handelskonflikten med USA kan tyglas finns goda förutsättningar för en gradvis och kontrollerad inbromsning, men riskerna är förhöjda.

## Övriga tillväxtmarknader:

### Press från stark dollar

Kinas fortsatta konjunktur är central för utvecklingen i många andra tillväxtländer, men ytterligare en faktor som pressar dessa länder är den starka dollarn. Den medför att skulder i utländsk valuta (ofta i just dollar) blir dyrare. För att motverka effekterna av den starka dollarn har flera tillväxtländer höjt sina räntor med följden

att även skulder i inhemsk valuta blir dyrare samtidigt som konjunkturen dämpas. Ytterligare ett osäkerhetsmoment är sommarens nedgång för råvarupriser som, om den håller i sig, kan pressa råvaruberoende ekonomier.

## Tillväxten toppar i år

Den sammantagna bilden av världsekonomin är att tillväxten håller uppe på ungefär samma nivåer i år som under förra året. Den främsta skillnaden är att bidragen till tillväxten förflyttas från en bred bas till att i högre grad bygga på den starka amerikanska ekonomin. Vi räknar dock med att tillväxten toppar i år och följs av något lägre takt nästa år när Kina fortsätter sin kontrollerade inbromsning samtidigt som kapacitetsbegränsningar och räntehöjningar håller tillbaka den amerikanska tillväxten. Något lägre tillväxttakt ska dock inte förväxlas med lågkonjunktur. Om vi ska leta efter tecken på när lågkonjunkturen kan tänkas slå till bör vi leta på andra håll. Och det gör vi på nästa sida. ●

**”För att motverka effekterna av den starka dollarn har flera tillväxtländer höjt sina räntor med följden att även skulder i inhemsk valuta blir dyrare samtidigt som konjunkturen dämpas.”**



Den amerikanska ekonomin visar ännu inte tecken på avmattning. Tvärtom ökade tillväxten under vårmånaderna och industrin har fortsatt att gå på högvarv under sommaren.

# Bland historiska samband och finansiella risker

På förra sidan konstaterade vi att konjunkturen fortsätter att vara pigg, men att viss avmattning börjar märkas på olika håll. Samtidigt ser vi allt fler tecken och mönster som historiskt brukar dyka upp när konjunkturen håller på att vika ned sig. Även om anekdotiska samband bör tolkas med viss försiktighet, så ger de trots allt en påminnelse om de risker som finns i kulisserna.

## Långt gången konjunkturcykel

Den pågående konjunkturcykeln må vara en egendomlig historia i många avseenden. Stundtals har det varit svårt att avgöra var i cykeln vi har befunnit oss eftersom såväl olika länder som sektorer har gått i otakt. Men så här på hösten 2018, tio år efter att finanskrisen exploderade, får vi ändå lov att konstatera att de flesta ekonomier har kommit långt in i konjunkturcykeln. Dels ser vi det i ekonomisk statistik där arbetslösheten blir allt lägre samtidigt som det blir allt svårare att få tag på kompetent arbetskraft. Vi har också andra tecken som brukar dyka upp långt in i cykeln, såsom upprissat förtroende bland hushållen som dessutom tycks frånkopplat från den reala ekonomin. Även på de finansiella marknaderna ser vi olika mönster som är vanliga i slutet av en högkonjunktur i form av t ex små ränteskillnader mellan högriskobligationer och statsobligationer samt mellan räntan på obligationer med lång och kort löptid.

De flesta av dessa signaler är att betrakta som anekdotiska, och bör tolkas med viss försiktighet. De utgör en pusselbit och kan ge viss vägledning, men de är långt ifrån tillräckliga. Framför allt säger de inte om det är några månader eller några år kvar till konjunkturen vänder ned. Men de faktum att så många av dessa signaler tecknar samma bild av det ekonomiska läget samtidigt bör vägas in i analysen.

## Tillgångspriser, risktagande och skulder

Konjunkturcykeln ändrar sällan riktning "av sig själv". Det behövs en utlösande faktor. Ibland dyker sådana upp i det finansiella systemet och får sedan spridning ut i den reala ekonomin. Finansiella problem uppstår dock sällan ur tomma intet. Ofta byggs de upp över tid. En lång period av stort risktagande som leder till

högt värderade tillgångspriser och växande skuldsättning finns ofta med som en röd tråd i bilden. Och nog påminner det om åren vi har bakom oss?

Aktier, obligationer och andra tillgångar har ökat rejält i värde under flera år och är i många fall högt värderade. Skuldsättningen i världsekonomin har fortsatt att öka efter finanskrisen och är nu den

högsta någonsin. Risktagandet är svårare att sätta en siffra på, men det råder knappast någon brist på indikatorer som bekräftar bilden av att risktagandet har ökat påtagligt.

## Betydelsen av den amerikanska räntan

Så länge räntorna är låga, bolagsvinsterna växer och konjunkturen är tillräckligt stark behöver inte stora skulder och höga tillgångspriser vara problematiska. Det är när förutsättningarna ändras, som problemen riskerar att dyka upp. Och det är här som centralbankerna kommer in i bilden, när nu de senaste årens stimulanser håller på att plockas bort. Framför allt gäller det USA där Fed både höjer räntan och drar tillbaka likviditet från marknaderna.

Det innebär dels att en av de faktorer som har bidragit till att blåsa upp tillgångspriser och eldat på risktagandet är på väg bort. Dessutom innebär räntehöjningarna att vi förr eller senare kommer till en punkt där räntan antingen knäcker ekonomin eller orsakar problem på de finansiella marknaderna. Dessvärre är det sannolikt en klen tröst att räntan utanför USA inte är ett problem eftersom USA, i egenskap av världens största ekonomi, tenderar att hålla i takt pinnen även för övriga världen.

Den amerikanska räntan är därför en central komponent i riskbilden även den här gången.

## Skippa gissandet och fokusera på risken

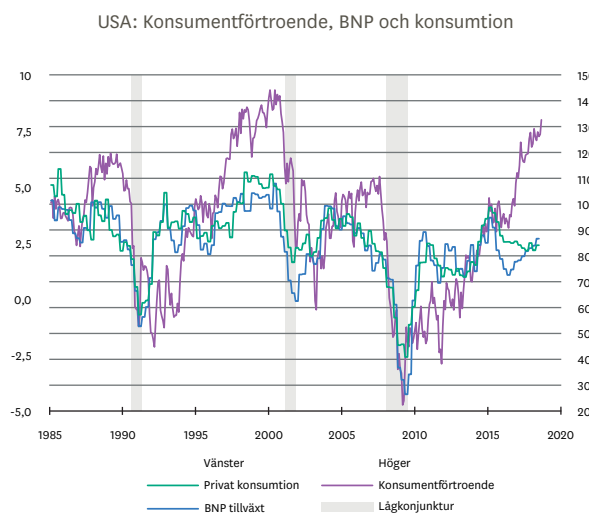
På många sätt påminner det nuvarande ekonomiska läget om hur det såg ut före finanskrisen. Nu liksom då har vi en cocktail av höga tillgångspriser, stort risktagande och växande skuldsättning. Nu liksom då är den amerikanska centralbanken inne i en räntehöjningscykel och de anekdotiska varningssignalerna breder ut sig.

Man ska dock vara försiktig med att dra allt för långtgående slutsatser utifrån likheter med historien. Som vi konstaterade tidigare är risker och utmaningar normaltillståndet för de finansiella marknaderna. En lärdom vi kan dra från historien är dessutom att de flesta kriser kan lösas med begränsade följdverkningar. Ända sedan finanskrisen fick se sig besegrad har olika orosmoln lett till varningsrop om att "nästa kris" är på väg, men krisen har inte kommit. Till saken hör också att de där händelserna som utvecklas till något riktigt allvarligt, och som leder till börsras och lågkonjunktur, ofta är svåra att se på förhand. Så istället för att spekulera i när

nästa kris dyker upp, bör vi skippa gissandet och fokusera på att portföljen är riggad för olika scenarios. Det är därför dags att återvända till frågan om hur mycket av gångna års avkastning som du är beredd att riskera. ●

**”Det är när förutsättningarna ändras, som problemen riskerar att dyka upp. Och det är här som centralbankerna kommer in i bilden, när nu de senaste årens stimulanser håller på att plockas bort.”**

En lång period av stort risktagande som leder till högt värderade tillgångspriser och växande skuldsättning finns ofta med som en röd tråd i bilden.





**”På många sätt påminner  
det nuvarande ekonomiska  
läget om hur det såg ut före  
finanskrisen.”**



# Hur mycket är du beredd att riskera?

Den pågående börsuppgången är med vissa mått mätt den längsta någonsin. Sedan botten efter finanskrisen har ett globalt börsindex stigit med nästan 300 procent i svenska kronor. För Stockholmsbörsen har det gått ännu bättre med en uppgång på hela 350 procent. Det är fantastiska siffror. Vi kan som bekant inte veta om aktiekurserna ska stiga i flera år till eller vända ned imorgon. Istället för att spekulera i vad börsens nästa steg kan tänkas bli, bör vi som sparare ställa oss frågan: Hur mycket av gångna års avkastning är jag beredd att riskera för möjligheten till fortsatt avkastning?

## Längsta börsuppgången någonsin, åtminstone i USA

I slutet av augusti passerade det amerikanska börsindexet S&P 500 det tidigare rekordet från 1990-talet och är nu den längsta börsuppgången någonsin. Den definition som brukar användas för att en uppgång ska betraktas som intakt är att den inte får ha sjunkit 20 procent eller mer från sin senaste topp. Och det har alltså USA-börsen lyckats hålla sig ifrån. Med den definitionen är det faktiskt bara den amerikanska börsen (bland de stora indexen) som har haft en intakt uppgångsfas sedan i mars 2009. I de flesta andra länder bröts uppgången 2011, i samband med Greklands krisen och sänkningen av USA:s kreditbetyg, och på nytt 2015, när Kina devalverade och oro för lågkonjunktur tyngde aktiemarknaderna. Dessutom är det många börsindex i såväl Europa som i de flesta tillväxtländer som fortfarande står lägre än tidigare rekordnivåer.

När vi pratar om avkastningen räknar vi dock även in utdelningarna i ekvationen och då befinner sig de flesta index på eller i närheten av rekordnivåer. Och även om de flesta börser inte uppfyller kriteriet för intakt uppgång, så har avkastningen sedan i mars 2009 varit enastående – intakt eller ej.

## Riskabelt att vara för snabbfotad

Att uppgången har pågått under mycket lång tid är inget argument för att den ska ta slut i närtid. Börsuppgångar tar inte slut efter en viss tid utan av specifika händelser. Senast det begav sig var det en amerikansk bankkonkurs. Gången dessförinnan en värderingsbubbla som sprack. Förr eller senare kommer även den här uppgången ta slut men vi vet inte när eller av vad. Vi vet däremot att det är mycket svårt att avgöra vad som är en kortvarig sättning och vad som är början på en stor nedgång. Om vi skulle sälja våra aktier så fort börsen darrade till, är risken stor att vi sedan skulle vänta för länge när börsen vänder upp igen och på så sätt gå miste om avkastning.

## Utgå från -50 procent

Istället för att spekulera i om börsuppgången ska fortsätta i flera år till eller vända ned imorgon bör vi ta ställning till hur mycket vi är beredda att riskera. Beroende på hur pengarna har varit placerade kan ett kapital som var värt 100 000 kronor i mars 2009 ha vuxit till omkring 400 000 kronor idag om det har varit placerat på aktiemarknaden. Det är en stor värdeökning. Men när börsen vänder ned kommer värdet att minska. Hur mycket beror på hur allvarlig nedgången blir.

Under de tidigare nedgångarna - vid millennieskiftet och 2007—2008 - föll ett globalt börsindex med ca 50-60 procent. Det är inte säkert att nästa nedgång blir lika stor, men -50 procent kan vara en rimlig siffra att utgå ifrån. Om börsen skulle gå ned 50 procent

Istället för att spekulera i om börsuppgången ska fortsätta i flera år till eller vända ned imorgon bör vi ta ställning till hur mycket vi är beredda att riskera.



från dagens nivåer, skulle vi komma ned till 2011 års nivåer, vilket skulle innebära att uppgången sedan dess om 100 procent skulle gå förlorad. Kom ihåg att det som går ned med 50 procent måste stiga med 100 procent för att komma tillbaka till ruta ett.

## Så, hur mycket är du beredd att riskera?

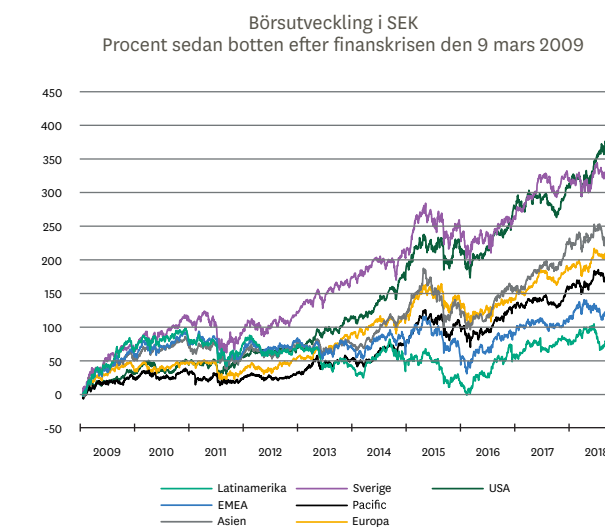
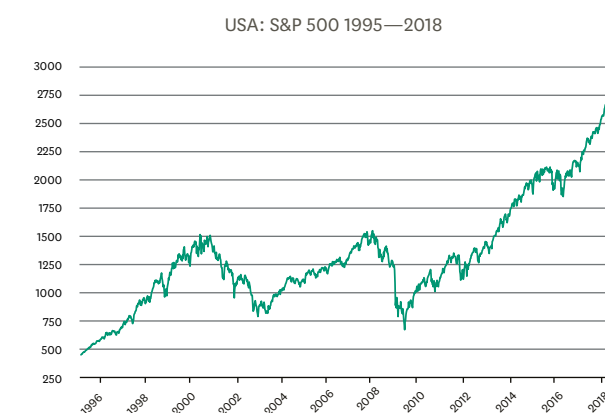
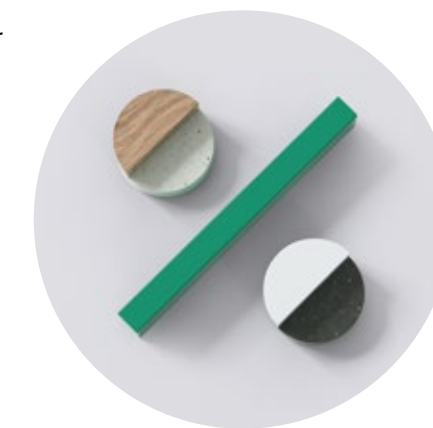
Om vi då återgår till den fråga vi har att ta ställning till börjar vi nu närma oss en passande placeringsstrategi. Den som inte räds ett scenario där portföljen halveras i värde och där flera års avkastning raderas – till exempel för att kapitalet inte ska användas på många år – gör förmodligen bäst i att behålla sina aktieinvesteringar. Men den som fasar över tanken på att portföljen skulle halveras i storlek – till exempel om målet med sparandet är en insats till en bostad – bör nu överväga att minska på risken. Men det är inte gratis. Priset för att låsa in den avkastning vi redan har fått är att avstå från möjligheten till fortsatt avkastning, om börsuppgången fortsätter. Förändringar i portföljen behöver dock inte ske fullständigt och omedelbart. Man kan minska sitt aktieinnehav över en period om, säg, ett år. Det viktiga är att man inte äventyrar mer än man är villig att riskera.

I tidigare nummer av Placeringsutsikter har vi poängterat vikten av att **rebalansera** portföljen, det vill säga att

återställa portföljens ursprungliga risk efter en längre tids uppgång. Det bör även den som väljer att behålla full aktieexponering göra med jämna mellanrum för att inte göra portföljen beroende av de aktiemarknader som har gått bäst den senaste tiden. Men att rebalansera räcker inte för den som inte är beredd att riskera sitt kapital. Då gäller det att de facto minska på sina aktieinvesteringar och placera kapitalet i mindre riskfyllda placeringar såsom räntefonder.

## Tråkigt men framgångsrikt

Att vi återkommer till attityd till risk är måhända en aning tråkigt. Att vi dessutom påminner om de risker vi faktiskt tar när vi placerar pengar på börsen är kanske inte heller så spännande. Men nyckeln till ett framgångsrikt sparande och god långsiktig avkastning ligger i att göra kloka beslut, och sådana är inte alltid spännande. ●





# Svag krona ger dubbel risk

Trots blandad utveckling på världens börser i år har svenska sparare fått god avkastning tack vare försvagningen av kronan. Medan ett globalt aktieindex har stigit 4,5 procent i lokala valutor och 3 procent i dollar hittills i år, är uppgången i svenska kronor hela 13 procent. Det får betraktas som bra avkastning. Men baksidan av myntet är att svenska sparare nu har dubbel risk.

Under de senaste fem åren har svenska kronan tappat omkring 30 procent av sitt värde mot amerikanska dollarn och 20 procent mot euron. Försvagningen har fortsatt i år. Förklaringen till kronans fall råder det delade meningar om, men att Riksbankens expansiva penningpolitik har haft ett finger med i spelet är svårt att komma ifrån.

För sparare som har USA- eller Europafonder i sina portföljer har kronförsvagningen inneburit att avkastningen har dopats. Eftersom de amerikanska aktier som ingår i en USA-fond är noterade i dollar, så äger vi indirekt dollar. Och om aktiekurserna står stilla, men dollarn stärks i värde med, säg 10 procent, så ökar värdet på vår USA-fond med ca 10 procent.



## Sällsynt svag SEK

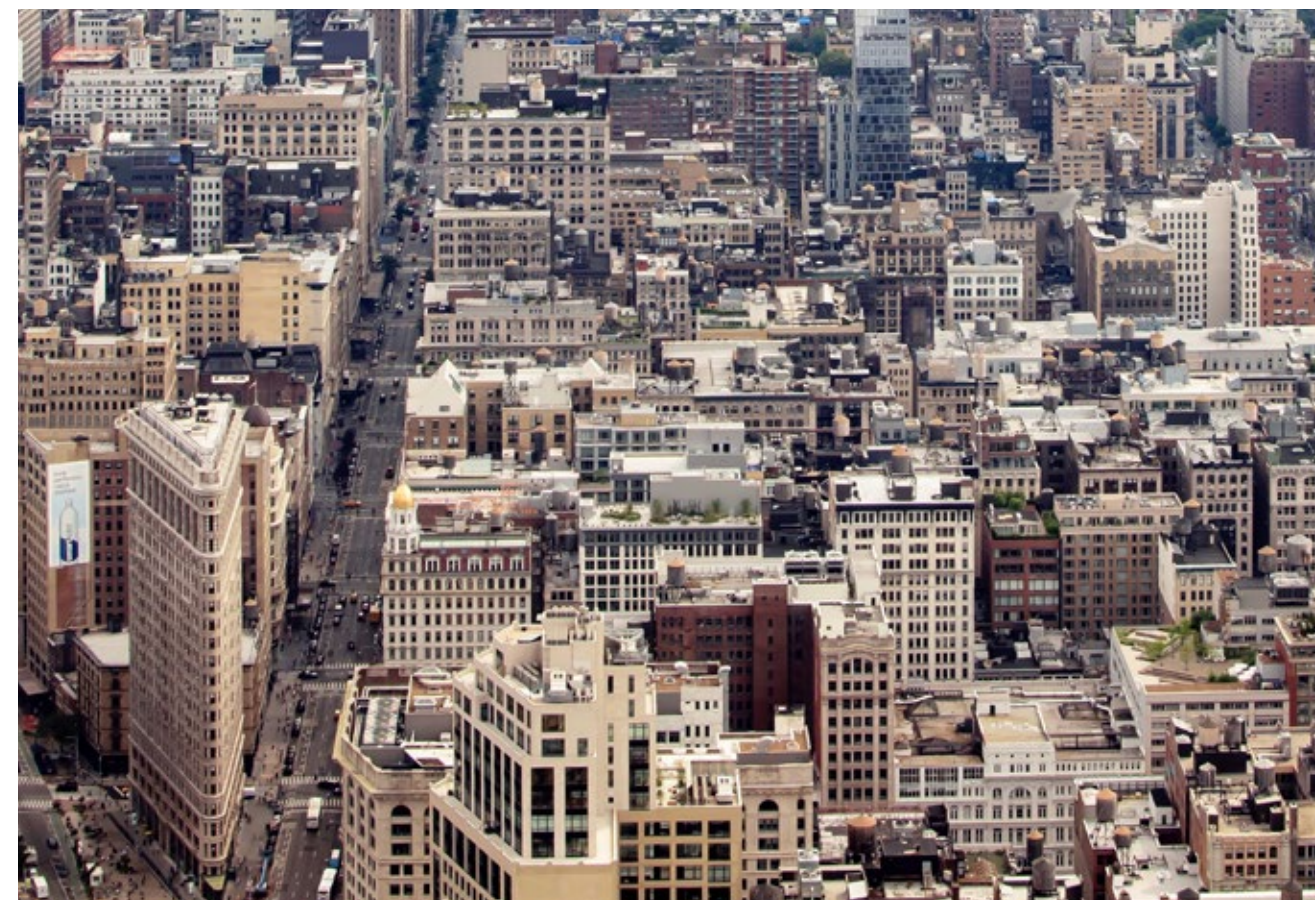
Det gäller dock att komma ihåg att valutor i stabila ekonomier som Sverige sällan rör sig i samma riktning i all evighet. De förstärks under vissa perioder och försvagas under andra. Om vi beaktar svenska kronans utveckling från det att vi övergick till flytande växelkurs i början av 1990-talet, så kan vi konstatera att kronan är sällsynt svag just nu. Mot amerikanska dollarn har kronan bara varit så här svag under djupaste finanskrisen och vid millennieskiftet. Mot euron har kronan bara varit svagare en gång tidigare och även det var vid den djupaste finanskrisen.

Kronan befinner sig alltså på krisnivåer, och som sparare behöver vi väga in risken att kronan stärks, med

den påverkan det skulle ha på våra portföljer. Om kronan skulle stärkas till de nivåer som rådde för omkring fem år sedan, skulle det innebära att dollarn tappade ca 30 procent och euron nästan 20 procent. Följden skulle bli att våra USA- och Europafonder skulle tappa lika mycket i värde. Det är en stor risk.

Växelkurser kan drivas av olika händelser och skeenden – både inhemska och utländska. En omläggning av svensk penningpolitik, där stigande

**”Kronan befinner sig alltså på krisnivåer, och som sparare behöver vi väga in risken att kronan stärks, med den påverkan det skulle ha på våra portföljer”**



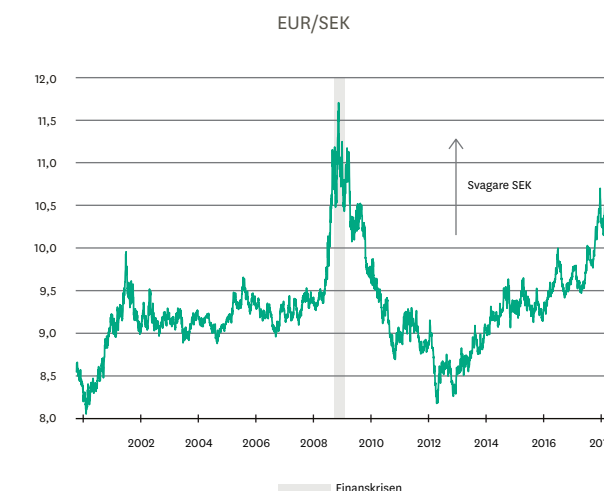
inflation driver upp räntorna, en ny eurokris – låt säga med ursprung i Italien, eller ökad oro för amerikansk politik är exempel på faktorer som skulle kunna leda till att kronan stärks. Vi kan inte veta hur stor risken är att en eller flera av dessa eller liknande händelser inträffar, men vi behöver väga in risken i vår investeringskalkyl.

## Svårslagna Sverige

Ett sätt att minska portföljens känslighet mot en starkare krona för den som vill fortsätta att äga aktier är att investera i svenska aktier. En stor fördel med att investera i Sverige är att aktierna är noterade i just svenska kronor. Nog för att en förstärkning av svenska kronan skulle påverka också Stockholmsbörsen negativt (i synnerhet exportberoende bolags aktier). Men vi slipper den direkta omväxlingseffekt som skulle drabba utländska aktiefonder.

Vi vet inte vilken aktiemarknad som kommer gå bäst i höst eller närmaste året, men om man vill minska den negativa effekt som en förstärkning av svenska kronan skulle ha på portföljen, är svenska börsen svårslagen. ●

För sparare som har USA- eller Europafonder i sina portföljer har kronförsvagningen inneburit att avkastningen har dopats.





# Marknaderna med högst långsiktig potential

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

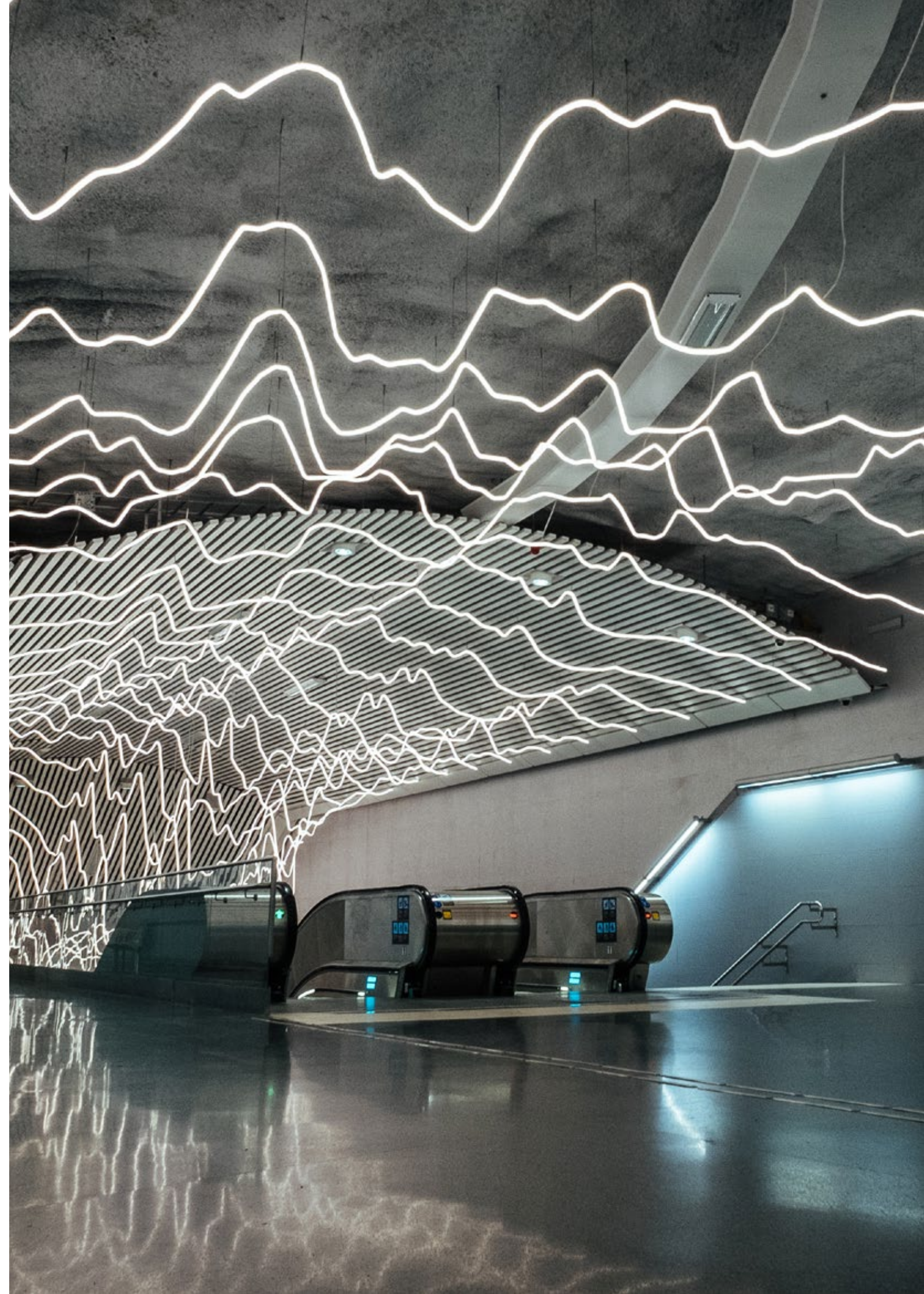
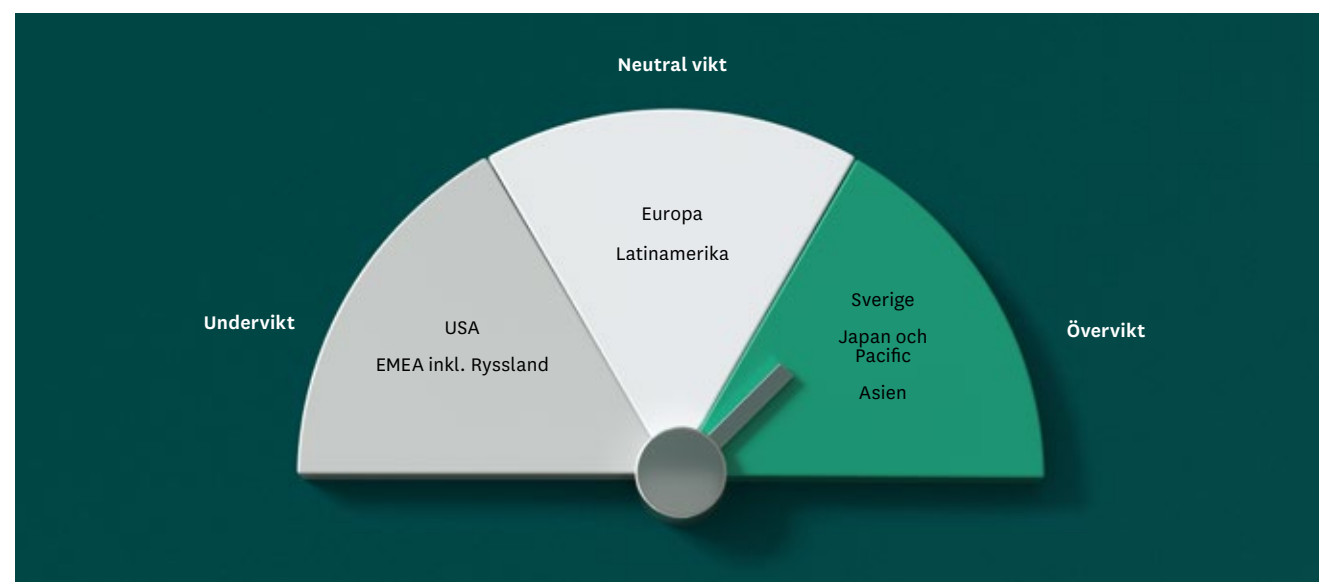
1. På lång sikt är det företagets vinsttillväxt som ska styra utveckling på aktiemarknaden
2. Värderingsläget påverkar potentialen men ska ses i både absoluta och relativa termer
3. Trender påverkar kursutvecklingen och håller ofta i sig längre än förväntat

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: Lägst valutarisk – övervikt

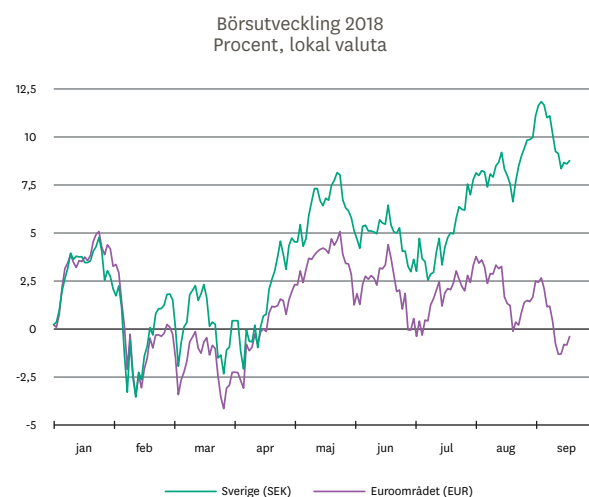
Stockholmsbörsen har utvecklats bra i år. Jämfört med snittet bland Europas börser som ligger runt nollstrecket har Stockholmsbörsens breda index gått upp omkring 9 procent hittills i år. En anledning till att vår inhemska börs har gått bättre än sina europeiska konkurrenter är den ihållande försvagningen av kronan. Den innebär dels att svenska tillgångar blir mer attraktivt värderade för utländska placerare, vilket hjälper till att skapa ett intresse för svenska börsen. Dessutom blir företagets försäljning i utlandet mer värd i svenska kronor, vilket bidrar till att lyfta vinsttillväxten och därmed börskurserna. Flera av de stora verkstadsbolagen med stor försäljning i utlandet har visserligen även produktion i andra länder numera. Valutans betydelse är därför mindre nu än förr om åren, men den påverkar likväl positivt.

Kronförsvagningen kan visserligen fortsätta, vilket i så fall kan gynna avkastningen för svenska sparare. Men vi måste konstatera att den svenska kronan befinner sig på historiskt svaga nivåer. Det blir också allt svårare att förklara och motivera att vi ska fortsätta ha krisvaluta trots att svensk ekonomi går betydligt bättre än de flesta jämförbara länder.

Vi anser därför, efter en så kraftig och långvarig försvagning, att risken för en vändning måste ha en central plats i analysen. Det är hög tid att ta ställning till hur stor valutakänslighet man vill ha i sin portfölj.

Det är svårt att komma ifrån valutarisken eftersom avkastningen på såväl svenska som utländska aktier skulle missgynnas av en förstärkning av kronan. Värdet på utländska aktiefonder skulle dock drabbas betydligt hårdare eftersom valutaförändringar slår direkt på avkastningen. Det ger Stockholmsbörsen en särställning. Vi väljer därför övervikt i svenska aktier till följd av lägre valutarisk. ●

**”Det är hög tid att ta ställning till hur stor valutakänslighet man vill ha i sin portfölj.”**



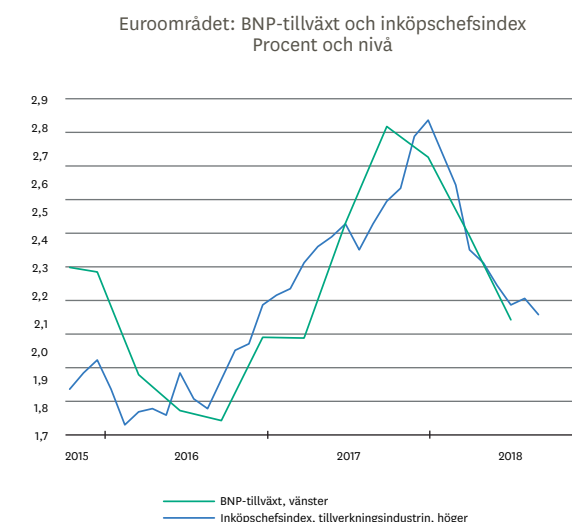
# Europa: Tillbaka till verkligheten efter fjolårets smekmånad – neutral vikt

Under förra året stärktes den europeiska ekonomin brett. Tillväxten ökade och mot slutet av året befann sig olika förtroendebarmetrar på de högsta nivåerna sedan före finanskrisen. Förbättrad konjunktur, stigande vinster och minskade politiska risker ledde till att Europabörserna gav högst avkastning av de utvecklade ländernas börser under 2017 i gemensam valuta.

I år har dock utvecklingen varit den omvända. Konjunkturen har mattats av, de politiska riskerna har återvänt i och med det italienska regeringsskiftet och hot om amerikanska biltullar samtidigt som oron kring banksektorn har dykt upp på nytt efter den turkiska turbulensen i augusti. Den försämrade bilden har gjort att börsen har hamnat på efterkälken.

Vad vi ser är alltså att de problem som har spökats under tidigare år – med låg tillväxtpotential, politisk osäkerhet (inte minst kopplat till EU-samarbetet) och frågetecken kring banksektorn – på nytt har satt präglet på börsutvecklingen.

I den positiva vågskålen har vi värderingarna som har kommit ned och nu befinner sig på rimliga nivåer, men det räcker inte för att ändra vår syn på europeiska aktier. Vi behåller neutral vikt. ●



# USA: Vi trotsar pågående börsstyrka – undervikt

De amerikanska börserna har gått som ett spårlyd i år. En central förklaring är att företagen uppvisar skyhögt vinsttillväxt i år - delvis till följd av den amerikanska skattesänkningen. Även det faktum att amerikansk konjunktur fortsätter att stärkas, medan flera andra länder visar försiktig avmattning gynnar USA-aktier. Dessutom har amerikanska utspel om handels-tullar hittills främst drabbat dess "motståndare" – inte den inhemska ekonomin och aktiemarknaden. Som grädde på det amerikanska moset har svenska sparare dessutom fått ytterligare skjuts till årets avkastning tack vare förstärkningen av amerikanska dollarn.

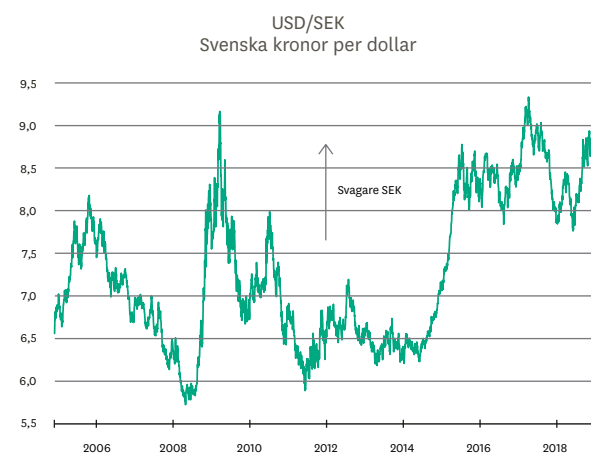
När vi släppte Placeringsutsikter i våras rekommenderade vi undervikt i amerikanska aktier. Borde vi, med facit i hand, ha rekommenderat övervikt istället? På kort sikt är svaret givetvis ja. Men vi gör inga försök att förutspå börsutvecklingen på ett halvårs sikt. Våra rekommendationer grundar sig alltid på ett långsiktigt perspektiv och sträcker sig över en period om 5-7 år som innefattar både hög- och lågkonjunktur. Och nu liksom i våras behåller vi undervikt i amerikanska aktier. Anledningarna är flera.

Under första halvåret i år har vinsttillväxten bland de femhundra största amerikanska företagen klockat in på 20-25 procent. Det kan jämföras med fjolårets vinsttillväxt på omkring 10 procent. En viktig anledningen är den bolagsskattesänkning som Donald Trump införde i början av året, som dopar vinsterna. Men det gäller att komma ihåg att skattesänkningen är en engångseffekt. Nästa år kommer dopningen försvinna. Hur hög tillväxten blir återstår att se. Prognoserna talar för omkring 10 procent<sup>1</sup>, dvs. i stil med fjolåret. Det tål dock att påminnas om att fjolårets vinsttillväxt gynnades av stigande råvarupriser och uppväxlingen av konjunkturen. Det är långt ifrån säkert att konjunkturen växlar upp även nästa år och att också råvarupriserna stiger igen. Kanske blir de istället till motvind. Den starka dollarn riskerar också pressa vinsterna. Risk finns alltså att det blir ett bryskt uppvaknande när dopningen klingar av.

<sup>1</sup> Baserat på konsensusprognoser för S&P 500, källa: Bloomberg

Att vinsttillväxten kommer ner nästa år ligger alltså i prognoserna. Men frågan är om aktiemarknaden orkar stå emot om prognoserna inte infrias. Amerikanska aktier fortsätter att vara mycket högt värderade även om de har kommit ned från de febriga nivåerna från årsskiftet. Aktiemarknaden fortsätter att vara prisad för perfektion, utrymmet för besvikelser torde vara starkt begränsat.

Vi har i det här numret av Placeringsutsikter lagt särskilt fokus vid betydelsen av valutan. Den valuta som har haft allra störst betydelse i år är just dollarn, vars förstärkning har bidragit till avkastningen i USA-fonder i år än uppgången på de amerikanska börserna. Nog för att dollarstyrkan kan hålla i sig, men som vi har sett många gånger kan förutsättningarna ändras snabbt. Om omvärldens misstro mot USA ökar, t ex till följd av ett policymisstag signerat Donald Trump, kan dollarn hamna i trångmål med följden att svenska sparare drabbas. Högt värderade aktier, stark dollar och svårbedömda politiska utsikter gör att vi behåller vår undervikt i amerikanska aktier. ●



# Japan och Pacific: Bra med yen i portföljen – övervikt

Japan har legat på vår lista över aktiemarknader att ha övervikt i under lång tid, och vi behåller vår syn även den här gången. Anledningarna känns igen. Börsen är lågt värderad – både i absoluta och relativa termer. Företagen går bra och det sker en positiv utveckling inom bolagsstyrningen. Dessutom fortgår centralbankens stimulansprogram, som även inkluderar aktieköp, i bakgrunden.

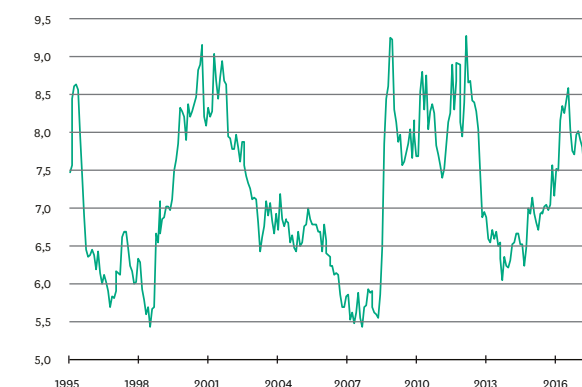
Japanbörsen har inte rosat investerare historiskt. Landets börs var en av de sämre aktiemarknaderna från början av 1990-talet fram till omkring 2012. Men därefter, i samband med att president Shinzo Abe sjösatte ett stimulansprogram för landets ekonomi, har börsen tagit revansch. Sett under de senaste sex åren, från det att uppgången i Japan tog fart, har Tokyobörsen gett näst högst avkastning i svenska kronor av de sju regionerna. Detta samtidigt som värderingarna har ökat mindre än i andra utvecklade länder under samma period. Att japanska aktier är billiga och att företagen går bra är emellertid ingen garanti för att börsen ska gå bättre än andra marknader framöver, men det är en bra utgångspunkt.

Hur är det då med valutan? Jo, större delen av den avkastning vi har fått på Japanfonder i år är hänförligt till valutan, men till skillnad från de flesta andra valutor har japa rar pengar i när det stormar på börsen. Eftersom våra bedömningar grundar sig på en placeringshorisont på 5-7 år får vi anta att den

även inrymmer en lågkonjunktur. Att äga japanska yen via japanska aktier kan då fungera som en stötdämpare och bidra till ökad riskspridning i en aktieportfölj.

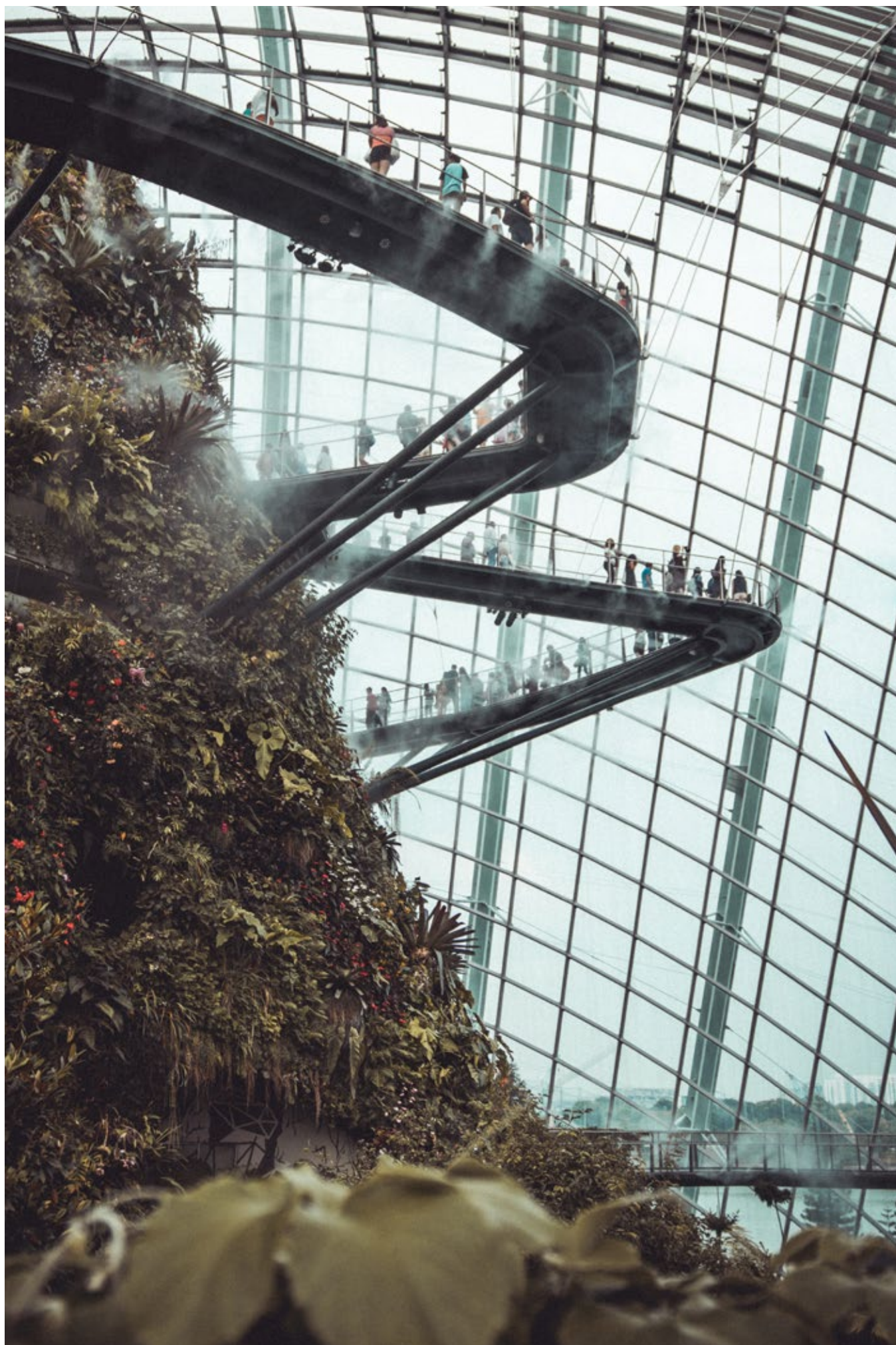
Lågt värderade japanska aktier och inslag av "trygg hamn" via valutan gör att vi behåller övervikt i Japan. ●

Kronor per japansk yen



Att äga japanska yen via japanska aktier kan fungera som en stötdämpare och bidra till ökad riskspridning i en aktieportfölj.





# Asien: Kina under press, men potentialen kvarstår – övervikt

Under 2018 har hotet om handelskrig mellan USA och Kina pressat de kinesiska börserna. Kina har under året sjösatt olika stimulanser i syfte att motverka den osäkerhet och negativa effekt som ett eskalerat handelskrig skulle kunna föra med sig. Sänkta reservkrav för bankerna, bolagsskattesänkningar och ökade utgifter på infrastruktur har meddelats.

Den pågående handelskonflikten är ett orosmoment och ju mer den eskalerar, desto större kommer den negativa påverkan på tillväxten att bli. Det dämpar utsikterna för regionen Asien, men det gäller att komma ihåg att problemen inte är avgränsade till Kina. Även den amerikanska ekonomin och den globala tillväxten riskerar att drabbas negativt.

Kinas valuta har tappat ungefär 10 procent av sitt värde mot dollarn sedan handelsrelationerna mellan länderna försämrades. Att valutan försvagas stärker landets exportsektor och kommer mildra de negativa effekterna av tullarna.

I och med försvagningen av valutan och nedgången på Kinas börs får vi anta att delar av de negativa effekterna av handelskonflikten ligger i kurserna även om nya nedgångar inte kan uteslutas – särskilt inte om konflikten förvärras.

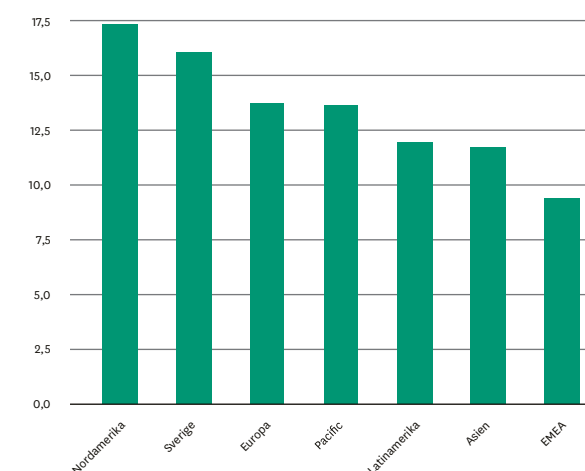
Även om det råder stor osäkerhet kring Kina och framför allt landets exportutsikter, så gäller det att komma ihåg att Asien inte bara handlar om kinesisk export. Kina utgör ungefär 40 procent av ett asiatiskt börsindex och stora delar av de kinesiska företagens försäljning går inte på export till USA.

Asienbörserna har historiskt gett hög avkastning och är i dagsläget den enda regionen som lever upp till epitetet tillväxtmarknad. Även om handelskonflikten kan dämpa utsikterna på kort sikt, så anser vi att den långsiktiga potentialen i regionen fortsätter att vara hög. Aktievärderingarna är dessutom rimliga. Vi behåller därför vår övervikt i Asien, men betonar riskerna i närtid. ●



**”Kinas valuta har tappat ungefär 10 procent av sitt värde mot dollarn sedan handelsrelationerna mellan länderna försämrades.”**

Aktiemarknadsvärderingar  
Baserat på 12 mån framåtblickande p/e-tal





## Latinamerika: Nyckfullt men rimliga värderingar – neutral vikt

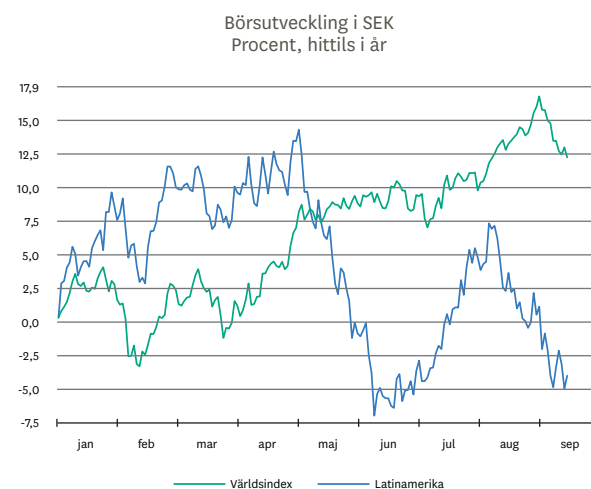
Under årets första fyra månader stod Latinamerika för den högsta avkastningen i svenska kronor bland de sju regionerna. Men under de efterföljande månaderna har regionen gett sämst avkastning. I Brasilien, som är det största landet i regionen, har det stundande presidentvalet påverkat utvecklingen.

Valutgången blir särskilt viktig i Brasilien i och med det skriande behovet av att få in finanspolitiken på en hållbar kurs. Stora underskott under lång tid har fått den offentliga skuldsättningen att skena. Här har sittande president Temer skapat stor entusiasm bland utländska investerare i och med sin reformvänliga politik, men entusiasmen har nu alltså ersatts av oro.

Politik är dock inte hela förklaringen till de senaste månadernas svaga avkastning. Brasilens börs och valuta har också pressats av den generella oron kring tillväxtmarknader i år som har följt i spåren av USA:s protektionism samt stigande amerikanska räntor och dollar. Andra inhemska problem i form av strejker har också påverkat.

Valet och den pågående valutaförsvagningen är osäkerhetsfaktorer för den fortsatta utvecklingen på Brasilienbörsen. Samtidigt har ekonomin gjort viktiga framsteg under de senaste åren och värderingarna har kommit ner under sitt historiska genomsnitt. Vi väljer därför neutral vikt i Latinamerika. Men i likhet med EMEA lämpar sig regionen främst för sparare som söker hög risk i sin portfölj. ●

**”Brasilens börs och valuta har också pressats av den generella oron kring tillväxtmarknader i år”**



## EMEA inkl. Ryssland: Problemen hopar sig – undervikt (för de flesta)

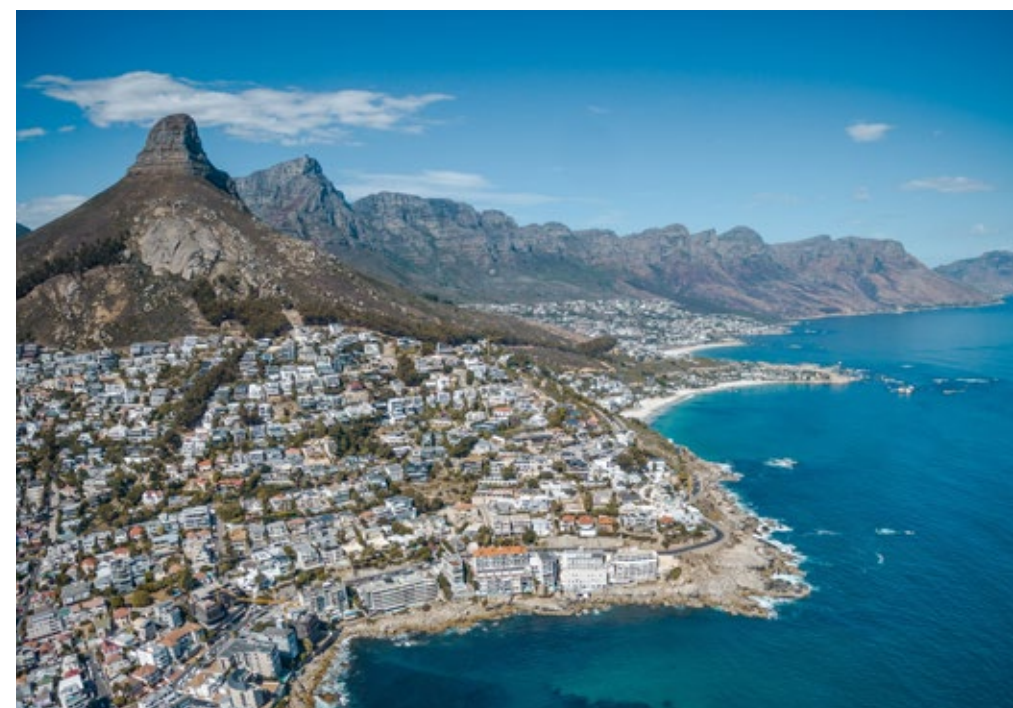
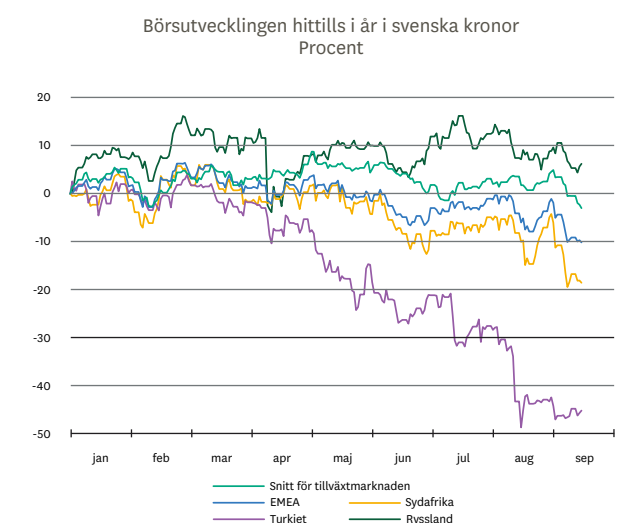
Regionen EMEA som inkluderar Östeuropa, Mellanöstern och Afrika har utvecklats till något av ett sorgbarn. På pappret borde flera av de stora länderna gynnas av det rådande läget med en förbättrad global konjunktur och högre råvarupriser, men börserna vill inte lyfta. Bakom besvikelsen i avkastningen i år finns två sänken som tynger utvecklingen.

Dels har Sydafrika, som är det största landet i index, backat närmare 20 procent i svenska kronor i år. I början av året fanns förhoppningar kring den politiska utvecklingen i landet efter ledarskiftet i ANC. Förhoppningarna har dock övergått i pessimism under året och ekonomin har gått in i recession. Det har bidragit till att valutan har sjunkit som en sten, vilket ytterligare har pressat avkastningen för svenska sparare.

Även den femtioprocentiga nedgången på Turkietsbörsen i svenska kronor har påverkat. Turkiet utgör visserligen endast ca 4 procent av EMEA-index, men med en halvering av börsvärdet blir påverkan ändå betydande.

Desto ljusare ser det ut för Ryssland som utgör en fjärdedel av index. Avkastningen på Rysslandsbörsen har varit högre än genomsnittet på tillväxtmarknader i år.

När det gäller synen på EMEA som placering anser vi att undervikt är lämpligt för de flesta sparare till följd av den höga risken. Samtidigt gäller det att komma ihåg att regionen utgör en liten del av ett globalt börsindex och värderingarna är fortsatt låga. För sparare som vill ha hög risk i portföljen kan därför en neutral vikt vara att föredra – särskilt för den ryska börsen. ●



Sydafrika, som är det största landet i index, har backat närmare 20 procent i svenska kronor i år.



# Tråkiga nu – uppskattade sedan

Ränteplaceringar är knappast de mest spännande investeringarna i rådande miljö. Precis som aktier överlag är högt värderade, är obligationer, till följd av de låga räntor de betalar, också dyra. Låga räntor i utgångsläget gör dessutom att obligationernas stabiliserande roll i en portfölj (förmodligen) är svagare nu än tidigare. Vi säger ”förmodligen” eftersom vi antar att det är lättare för en ränta att gå från 5 procent till noll än från noll till -5.

Varför ska man då äga räntefonder? Det enkla svaret är att räntefonder kommer vara en betydligt bättre placering än aktiefonder om olyckan – i form av lågkonjunktur eller en finansiell kris – är framme.

## Vikten av stötdämpare

I år har den uppåtgående trend för obligationsräntor som vi såg i Sverige och andra europeiska länder i början av året brutits. Istället har långräntorna fallit tillbaka. Det kan förklaras av att inflationen har fortsatt att lysa med sin frånvaro samtidigt som den ekonomiska statistiken har mattats av. Men frågan är om det är hela anledningen. För i USA, där inflationen har stigit, centralbanken höjer räntan och

konjunkturstatistiken fortsätter att överraska positivt, vill långräntorna inte heller stiga. Tioårsräntan i USA har rört sig sidledes sedan i våras.

Att räntor med kort löptid stiger (på förväntningar om kommande räntehöjningar) utan att räntor med lång löptid går upp (t ex på tvivel på konjunktrens uthållighet) är en klassisk indikator på en långt gången konjunktur. Även om man ska vara försiktig med att läsa in för mycket i sådana signaler, så kan de tjäna som påminnelse om vikten av att ha en stötdämpare i portföljen.

## Undvik ränterisk - välj korträntefonder

I valet av räntefond handlar det om att minska risken. Stigande räntor innebär

fallande obligationspriser och ju längre löptid en obligation har, desto hårdare slår ränteförändringar på priset. Som tumregel kan man säga att en räntepöppgång om 1 procentenhet, ger en negativ effekt på obligationspriset som är lika stor som löptiden (durationen) är lång. En femårig obligation skulle därför falla med ungefär 5 procent i värde om marknadsräntan på kort tid steg 1 procent.

Den risken är särskilt kännbar idag när nivån på räntan är så låg. I dagsläget ger en svensk statsobligation med fem års löptid ca 0 procent ränta.

Vi anser fortsatt att kompensationen är för låg i förhållande till risken och väljer därför korta räntefonder för att minska känsligheten för stigande räntor, eller fonder som investerar i obligationer med rörlig ränta, så kallade FRN-fonder.

## Företagsobligationer:

### Minska innehavet

Företagsobligationsfonder har haft ett blandat 2018 än så länge. I Europa har ränteskillnaderna mot statsobligationer (kreditspreaden) ökat, vilket har tyngt avkastningen. Även i USA har ränteskillnaderna ökat, men då för obligationer med hög kreditvärdighet, så kallade investment grade.

Ränteskillnaderna mellan företags- och statsobligationer är vanligtvis en bra ledande indikator på var i konjunkturcykeln vi befinner oss. Sent i en konjunktur kan företagen välja att öka



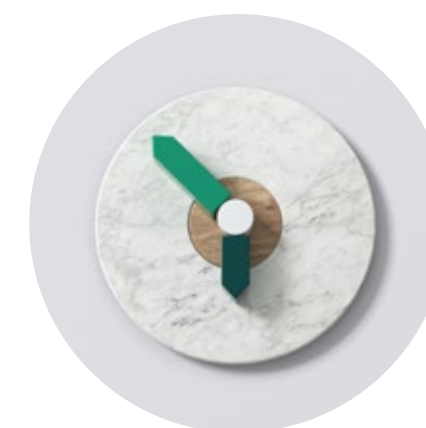
belåningsgraden för att upprätthålla tillväxten, vilket gör att investerare vill ha mer kompensation för att ta den (upplevda) högre kreditrisken. Hur mycket vi kan läsa in i årets rörelser är dock osäkert. Avmattningen i europeisk konjunktur påverkar synen på bolagens möjligheter att fortsätta växa vinster och möta sina åtaganden. Samtidigt har även ECB:s minskade stödköp av obligationer och de oroshärdar som har avlöst varandra under året också bidragit till rörelserna.

I likhet med traditionella räntefonder är utsikterna för konjunktoren och inflationen centrala även för företagsobligationsfonder. En avgörande skillnad är dock att företagsobligationer kan påverkas negativt både om ekonomin försvagas och om inflationen stiger i en stark konjunktur, beroende på att olika typer av företagsobligationer är olika känsliga för stigande räntor. En ekonomisk försämring skulle drabba obligationer med låg kreditvärdighet, så kallade high yield, värst, medan stigande inflation sannolikt skulle påverka investment grade i högre grad till följd av att dessa i genomsnitt har längre löptid och därmed är mer räntekänsliga.

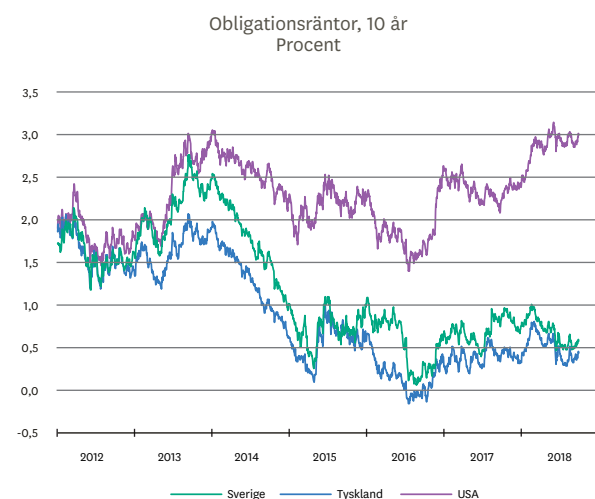
Trots att vårt huvudscenario är att högkonjunktoren består även om den

mattas av och att inflationen endast ökar måttligt, så anser vi att riskerna för ett sämre utfall har ökat. Vi tycker därför att det är läge att minska innehavet i företagsobligationer. ●

**”En ekonomisk försämring skulle drabba obligationer med låg kreditvärdighet, så kallade high yield, värst..”**



I USA har ränteskillnaderna ökat, men då för obligationer med hög kreditvärdighet, så kallade investment grade.



**Foto och renderingar**

Essen International: Omslag

Klara G / Söderberg Agentur: Sid 10-11

Elias Klingén / Söderberg Agentur: Sid 1, 2, 13, 16, 19, 23 och 27

Viktor Gårdsäter: Insida omslag och sid 4

Shutterstock.com: Sid 14

Unsplash.com: Sid 1, 5, 6, 9, 12-13, 15, 17, 18-19, 21, 22, 25 och 27

**Grafer**

Macrobond: Sid 5, 7, 8, 13, 15, 18-21, 23-26

Bloomberg: Sid 21

**Design**

Essen International

**Tryck**

Ineko & Brand Factory



