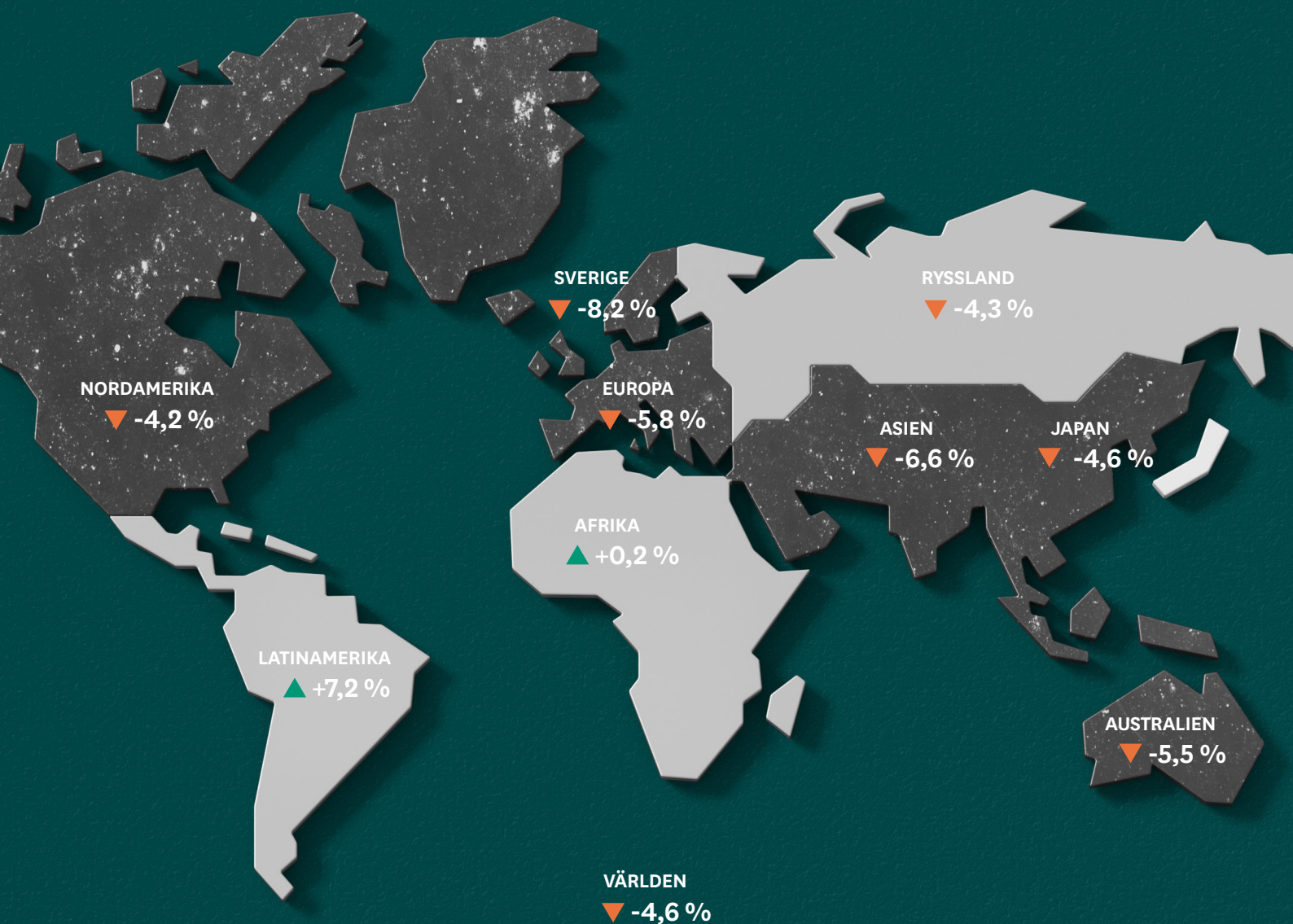


# Marknadsbrev

November 2018



skandia :

Börsutveckling 1–22 oktober  
2018 i svenska kronor

Börsutveckling avser MSCI-index  
för respektive land/region inklusive  
återinvesterade utdelningar  
omräknat till svenska kronor.

# Förnyad press på börsen i oktober

Det må ha varit brittsommar i oktober, men på världens aktiemarknader var höstrusket totalt. Branta nedgångar skickade på nytt en påminnelse om att riskbilden är komplex. I skrivande stund är börshumöret fortsatt svajigt och utmaningarna finns kvar. Sparare behöver därför acceptera förhöjd osäkerhet och vara förberedda på att det kan skaka till igen.

## Stigande räntor bakom ökad börsoro

I förra månadens nummer av Placeringsutsikter beskrev vi en ökad, underliggande nervositet bland investerare. I oktober blev denna högst påtaglig i och med de breda nedgångar som drabbade världens börser. Utlösande för börsfallen den här gången var den amerikanska långräntan som steg brant i början av månaden. Även när börsen darrade till i början av året, skedde det efter att den amerikanska långräntan hade stigit mycket på kort tid. Förvisso bidrog andra faktorer också – då som nu – men att räntehotet är centralt för aktiemarknaden råder det inget tvivel om.

Bör vi bli förvånade? Nej. Ända sedan finanskrisen har de finansiella marknaderna eldats på av centralbankernas köp av obligationer samt historiskt låga räntor i den expansiva penningpolitikens spår. Samtidigt har vi vetat att när väl stimulanserna ska plockas bort, så kommer det inte gå obemärkt förbi. Vi har upprepade gånger påmint om att man som sparare behöver vara medveten om den risken.

## Stödet har redan minskat

Möjligen kan man tycka att det är konstigt att det är först nu som insikten om att dagarna med billiga pengar i överflöd går mot sitt slut infinner sig hos marknaderna. Centralbankerna har ju trots allt flaggat för den gradvisa omläggningen i god tid. Ett annat sätt att beskriva marknadernas plötsliga uppvaknande är att fram till nyligen har nedtrappade stimulanser och måttligt stigande räntor kunnat tolereras eftersom börsen har fått stöd från annat håll.

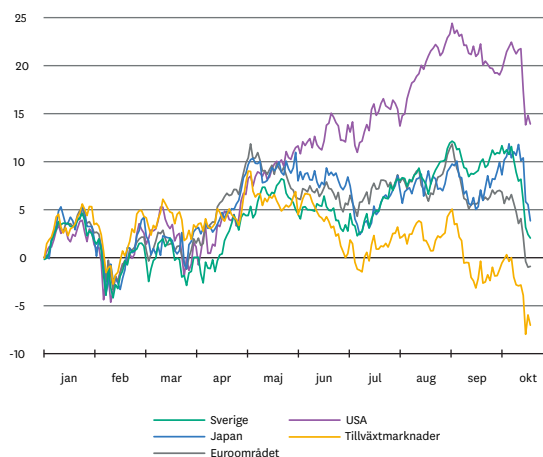
Förstärkningen av den globala konjunkturen, högre vinsttillväxt bland bolagen och finanspolitiska stimulanser i USA ersatte beroendet av penningpolitiken under de senaste 1-2 åren. Men nu ser vi hur detta stöd också är på väg att minska.

I år har konjunkturförstärkningen övergått i avmattning. Nog för att den amerikanska ekonomin fortsätter att vara glödhet, men i takt med att effekten av skattesänkningen klingar av nästa år samtidigt som stigande räntor, stark dollar och dämpad omvärldsefterfrågan sätter press, räknar vi med att även USA tappar fart framöver. Den globala konjunkturen har därmed nått sin topp. Även vinsttillväxten bland bolagen har eller är på väg att nå sin topp. Dessutom ser vi en tilltagande politisk osäkerhet



Johan Lundqvist  
Makroekonom

Börsutveckling 2018  
Procent, SEK





i form av den eskalerande handelskonflikten mellan USA och Kina samt en rad lokala utmaningar. Det är mot denna bakgrund vi behöver se marknadernas oro för stigande räntor.

### ”Hur länge kan det här pågå?”

Kanske behöver vi också lägga till ytterligare en faktor, nämligen börsuppgången i sig. Det har nu gått 9,5 år sedan börserna vände upp efter finanskrisen. Även om vi har haft några avbrott i uppgången längs vägen, så har världens aktie- marknader bjudit på enastående avkastning under mycket lång tid. I USA är den pågående börsuppgången den längsta någonsin. Inte är det konstigt om den insikten ligger och gnager i bakhuvudet på investerare. Förmodligen är det många som frågar sig: Hur länge kan det här pågå? Även om vi vet att börsuppgångar inte har något bäst före-datum och att det är händelser, inte tid, som får dem att ta slut, så kan vi förmodligen inte ignorera den symboliska betydelsen av själva längden på uppgången.

Som vi konstaterade i förra månadens Placeringsutsikter, så är det mycket svårt att avgöra vad som är en tillfällig sättning och vad som är början på en större nedgång. Det är därför vi trycker på vikten av långsiktighet och avråder från förhastade köp- och säljbeslut. Däremot anser vi att sparare behöver acceptera förhöjd osäkerhet och vara förberedda på att det kan skaka till igen. För de utmaningar som ligger bakom oron finns kvar. ●

USA: Obligationsränta, 10 år  
Procent



---

Utlösande för börsfallen den här gången var den amerikanska långräntan som steg brant i början av månaden.



# Svårt läge för centralbankerna

Som vi konstaterade på förra sidan var stigande amerikanska långräntor en central orsak till börsturbulensen i oktober. I Europa har rörelserna varit mer beskedliga, men likväl har marknadsräntorna tickat upp svagt. Centralbankerna förbereder sig för att ta nästa steg, men det kommer inte bli lätt att dra tillbaka stimulanserna när konjunkturen nu har passerat sin topp.

På senare tid har centralbankerna påmint marknaderna om att färdriktningen framåt är minskade stimulanser och höjda räntor. I USA beskrev Fed-chefen Jerome Powell den amerikanska ekonomin i osedvanligt positiva ordalag och påminde om att räntan kommer fortsätta att höjas. I euroområdet lyfte samtidigt Mario Draghi fram "relativt kraftfulla" underliggande inflationstendenser. Det tolkades som en bekräftelse på att ECB avslutar sitt stimulansprogram i år och siktar på att höja räntan nästa år. Också Riksbanken slog an en ovanligt tydlig ton och meddelade att räntan kommer höjas antingen i december eller februari.

## Upplagt för en "perfekt storm" i USA 2019?

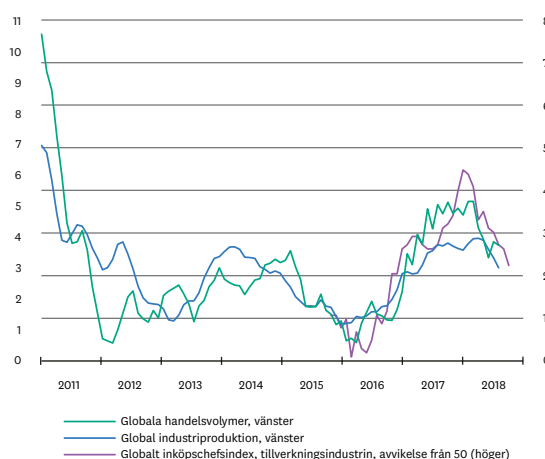
Att Jerome Powell gödslar med superlativ i sin beskrivning av amerikansk ekonomi är befogat. Ihållande hög tillväxt, lägsta arbetslösheten sedan 1960-talet, spirande optimism och trots det endast måttlig inflation – vad mer kan man önska? Det som kan stoppa Powell och hans kollegor från räntehöjningsknappen skulle vara antingen en oväntad inbromsning i ekonomin och inflationen eller en tillräckligt allvarlig finansiell kris. Samtidigt kan allt för täta räntehöjningar vara just det som utlöser en konjunkturedgång eller finanskris. Den stora frågan är om den amerikanska centralbanken kommer lyckas balansera risken att ekonomin överhettas mot att den kraschar.

Den frågan riskerar att ställas på sin spets redan om några månader. För som vi skriver på förra sidan, räknar vi med att tillväxten mattas av nästa år. Men arbetsmarknaden kommer fortsätta att vara mycket stram, varför inflationen riskerar att öka ytterligare. Fed kommer därför fortsätta att höja räntan för att mota inflationen. Lägg därtill att räntehöjningar verkar med fördröjning. Risken är därför att Powell tar i för hårt och knäcker konjunkturen. Det skulle i så fall vara helt i linje med historien. För en titt i backspegeln visar att när väl Fed har påbörjat sin räntecykel, brukar det bara ta 2-3 år innan det är dags att sänka räntan igen. I december har det redan gått tre år sedan Feds första höjning efter finanskrisen. *Time flies.*

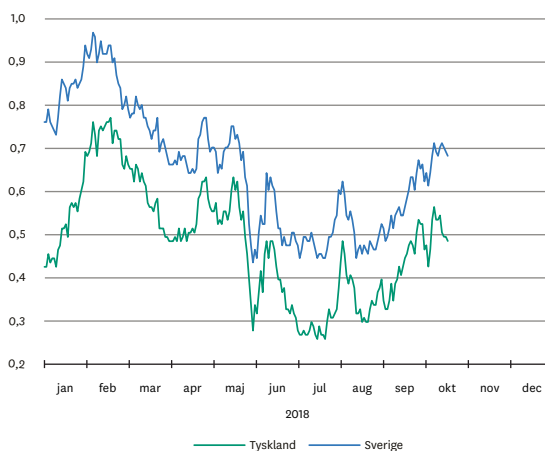
## Allt svårare för Draghi att höja

Mario Draghis spaning om underliggande inflationstendenser går att förstå om vi tittar på europeisk lönestatistik som har börjat klättra uppåt. Framöver är det rimligt att ökade löner

Globala produktion, handel och inköpschefsindex  
Procent i årstakt och avvikelser från 50 (PMI), 3 mån MA



Obligationsräntor, 10 år  
Procent





Den europeiska ekonomin har redan tappat fart.  
Inte minst märks det i regionens motor Tyskland.

också sätter avtryck i euroområdet kärninflation som än så länge ligger kvar på envisst låga nivåer. Det är denna vetskap som har ökat självsäkerheten bland medlemmarna i ECB:s styrande råd. Men till skillnad från USA, där vi förväntar oss en viss avmattning nästa år, har den europeiska ekonomin redan tappat fart. Inte minst märks det i regionens motor Tyskland där industriproduktionen och orderingången har krympt på senare tid. Samtidigt har den italienska huvudvärken ökat i och med populistregeringens olika utspel.

Det är i den här miljön ECB först ska avveckla sitt stimulansprogram och därefter höja räntan. Det kan bli svårt. Nog för att Draghi och hans kollegor kommer låta inflationen styra – och om den stiger upp mot tvåprocentstrecket kommer räntan höjas. Men om det sker trots att konjunkturen fortsätter att försvagas kommer räntan behöva sänkas snabbare än ECB-chefen hinner säga *behind the curve*.

#### **Ingves har krattat färdigt – höjer inom kort**

I likhet med sina internationella kollegor förbereder sig även Stefan Ingves för att ta nästa steg. Vid räntemötet i september valde direktionen att vara ovanligt tydlig; förutsatt att ekonomin utvecklas ungefär som väntat kommer räntan att höjas i december eller februari. Sedan dess har inflationen matchat Riksbankens prognoser. Det är därmed krattat för en höjning i slutet av året eller början av nästa.

Nu ska man komma ihåg att även om detta blir den första höjningen på omkring 7,5 år, så kommer vi fortsätta att ha minusränta ett tag till, och hur offensiv Riksbanken kommer vara efter "lift-off" beror på inflationen, ECB:s agerande och

den globala konjunkturen. Även om vi tycker att det är hög tid att komma igång med räntehöjningarna, så finns det även ett stråk av nervositet där i bakgrunden. Historiskt har nämligen Stefan Ingves haft vissa problem med taktkänslan i sina höjningar. Till exempel höjdes räntan i september 2008, bara veckor innan Lehman Brothers gick omkull och trots att svensk ekonomi redan hade börjat mattas av. Även efter finanskrisen var Ingves litet för Ivrig. Vi får hoppas att det blir *annorlunda den här gången*.

#### **Damn if you do, damn if you don't**

Vad vi ser nu är alltså hur centralbankerna till slut kommer igång med sin penningpolitiska normalisering ungefär parallellt med att den globala konjunkturen ser ut att ha nått sin topp samtidigt som riskerna i form av eskalerande handelskonflikt och oro i tillväxtländer ligger och pyr i kulisserna. Det är upplagt för en snarig balansgång med fallgropar längs vägen. I vissa fall kan centralbankerna behöva välja mellan att motverka stigande inflation eller avmattning i konjunkturen. Återigen: Det är inte konstigt att nervositeten har ökat på de finansiella marknaderna under året. ●



# Tre problem med stigande amerikansk ränta

Stigande räntor är ett gissel för aktiemarknaden. De ökar lånekostnaderna för företagen, gör aktievärderingarna mer ansträngda och riskerar att dämpa konjunkturen och därmed bolagens vinster. Nu kan det tyckas en aning prematurt att oroa sig för räntan redan nu – vi har ju fortfarande minusränta i Sverige och euroområdet. Det är dock inte räntorna på vår sida Atlanten som oroar – det är de amerikanska. Det är framför allt på tre områden som högre amerikanska räntor oroar.

## Konjunkturen

I dagsläget är den amerikanska styrräntan 2,00-2,25 procent. Det kan jämföras med nivån 5,25 procent som nåddes vid förra räntetoppen 2007. Men som vi har skrivit om i tidigare marknadsbrev har sannolikt den neutrala räntan – det vill säga den räntenivå som varken stimulerar eller kyler av ekonomin – sjunkit de senaste 10 åren. Det innebär att en räntenivå som stöttade ekonomin i förra konjunkturcykeln kan verka åtstramande i den vi är inne i nu. Enligt Federal Reserves egna skattningar är det först någon gång i slutet på nästa år som räntan bedöms nå upp till neutral nivå. Här ska dock inflikas att vi inte vet exakt hur hög den neutrala räntan. Om den är lägre än vad centralbankernas beräkningar visar, riskerar åtstramningen att vara kraftigare. Dessutom kan mer räntekänsliga delar av ekonomin drabbas innan den neutrala nivån nås, med risk för spridningseffekter.

Vi bedömer att Fed kan fortsätta på inslagen bana ett tag till, men för varje höjning kommer vi närmare slutet.

## Skulderna

På vissa sätt är USA:s ekonomi bättre rustad nu än för tio år sedan. Skuld sättningen bland hushållen och i den finansiella sektorn har minskat stadigt sedan 2008. Visserligen har skulderna bland icke-finansiella företag och för staten ökat och det gör dessa sektorer mer känsliga för stigande räntor, men den totala skuldsättningen i ekonomin har trots allt minskat något. Amerikansk ränta påverkar dock inte bara amerikanska skulder. Under åren efter finanskrisen har dollarns roll som internationell finansieringsvaluta ökat påtagligt. Enligt beräkningar från BIS har utlåningen i dollar till mottagare utanför USA (exklusive den finansiella sektorn) ökat från knappt 10 procent av global BNP år 2007 till

---

Det är framför allt på tre områden som högre amerikanska räntor oroar.





Stigande amerikanska räntor och stark dollar blir högst kännbart även för länder på andra sidan jordklotet.

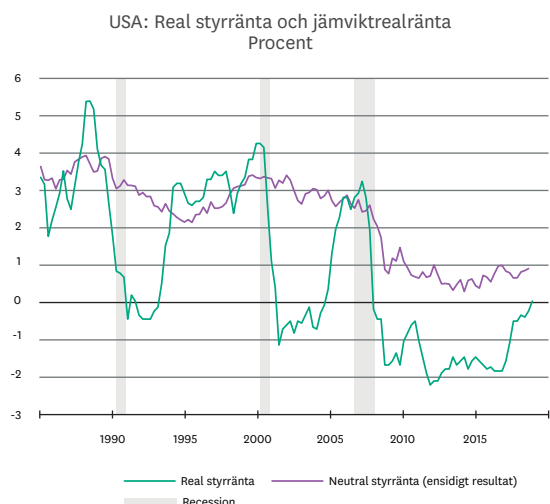
omkring 14 procent i år. Det innebär att många stater och företag utanför USA påverkas av den amerikanska räntan och dollarn. Det har varit särskilt påtagligt i år då stigande räntor och starkare dollar har bidragit till den turbulens vi har sett i olika tillväxtländer. För att motverka effekterna av en starkare amerikansk dollar har flera centralbanker i tillväxtländerna höjt sina egna räntor, vilket ökar lånekostnaderna även i inhemsk valuta. Så stigande amerikanska räntor och stark dollar blir högst kännbart även för länder på andra sidan jordklotet.

### Värderingarna

Ytterligare ett besvär med stigande räntor är att aktievärderingarna framstår som mer ansträngda. Dels är räntan en central komponent när investerare ska beräkna nuvärdet av framtida bolagsvinster. Om räntan stiger, så minskar nuvärdet av framtida vinster och då behöver aktiekurserna sjunka om värderingen ska vara oförändrad. En annan följd av högre räntor är att alternativet till aktier – i form av ränteplaceringar – blir mer attraktiva. För första gången på tio år är nu tremånadersräntan – det vi vanligen betraktar som kassaplacering – högre än direktavkastningen på amerikanska aktier. Under de gångna åren har aktiemarknaden gynnats av det som kan förkortas som TINA – There Is No Alternative – dvs. att det inte har funnits något alternativ till aktier för den som vill ha avkastning på sitt kapital. Men nu finns det ett alternativ igen i form av ränteplaceringar.

### Räntan kommer fortsätta styra humöret

Om vi beaktar effekterna som stigande amerikanska räntor har på konjunkturen, skuldsättningen och aktievärderingarna så framstår börsturbulensen i oktober som rimlig. Den fortsatta utvecklingen för räntorna i USA, och på andra håll, kommer att ha stor betydelse för börshumöret framöver. Och i och med att fler centralbanker nu gör sig redo för att avsluta stimulansfesten, så kommer blickarna i allt högre grad även riktas till ekonomierna utanför USA även om det dröjer innan europeiska räntor blir ett problem. ●



### **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 nansiella 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 nansiella 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 och renderingar**

Elias Klingén / Söderberg Agentur: Omslag  
Viktor Gårdsäter: Sid 2  
Unsplash: Sid 3, 5, 6 och 7

### **Källa till grafer**

Macrobond

### **Publiceringsdatum**

November, 2018