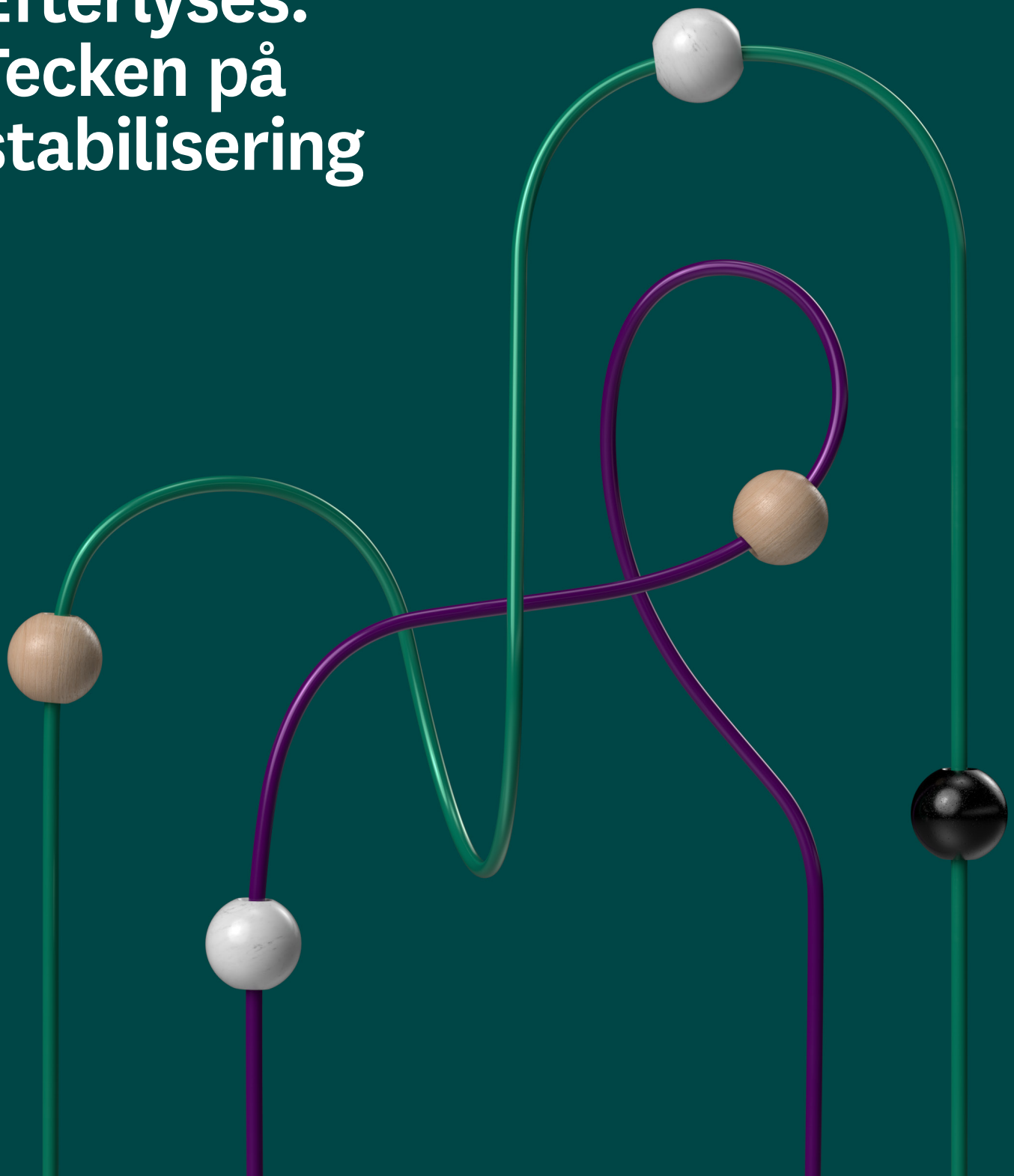
Placeringsutsikter

Mars 2019

Skandia

Efterlyses: Tecken på stabilisering



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: mars 2019

Detta material har tagits fram av Skandia i informationssyfte. 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.

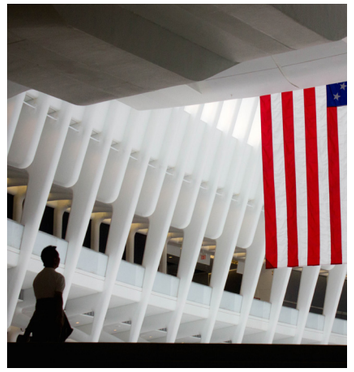
De eventuella förslag om placeringar i finansiella instrument som presenteras i detta material utgör inte investeringsrådgivning enligt lagen om värdepappersmarknaden. Om du vill ha en personlig rådgivning utifrån dina individuella förutsättningar rekommenderar vi att du kontaktar en rådgivare. Skandia har inget ansvar för eventuella åtgärder som vidtagits enbart på grundval av detta material.

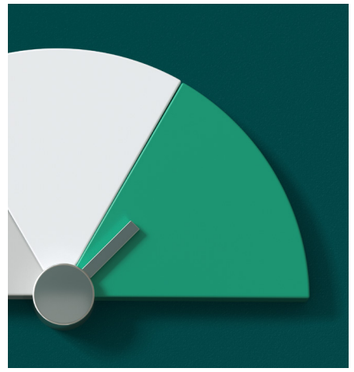
Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. De pengar som placeras i fonder eller andra finansiella instrument kan både öka och minska i värde och det är inte säkert att du får tillbaka hela det insatta kapitalet. Materialet i denna presentation riktar sig inte till någon person eller 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 USA** 14

E **SKANDIAS VÄRDEMÄTARE** 17

F **MARKNADSÖVERSYN** 18

G **RÄNTEPLACERINGAR** 26

I Placeringsutsikter våren 2019

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 oktober 2018 konstaterade vi att nervositeten på världens börser hade ökat. Vi kopplade det till begynnande tecken på konjunkturavmattning, nedtrappade stimulanser och ökad politisk osäkerhet. Vi lyfte också upp den svaga svenska kronan som vi ansåg innebar ökad risk för sparare. Det främsta budskapet var en upppmaning till dig som läsare att ta ställning till hur mycket av de gångna årens uppgångar som du var beredd att riskera i jakten på fortsatt avkastning.

Sedan dess har utvecklingen varit minst sagt svajig. Det kraftiga börsraset under hösten har följts av förnyad optimism i år. I grund och botten är de risker vi lyfte fram i höstas kvar. Konjunkturavmattningen har hållit i sig, de penningpolitiska stimulanserna fortsätter att minska och den politiska osäkerheten består. Mot den bakgrunden framstår uppgången i år som något förhastad. Sparare bör därför vara inställda på att börshumöret kan skifta fort.

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 och tillväxtmarknaden Asien, men handelskonflikten mellan USA och Kina utgör en betydande risk i närtid.

En marknad som vi ser skäl att ha undervikt i är USA där höga marginaler, höga vinstandelar, höga värderingar och stigande kostnadstryck är ett besvärligt utgångsläge för en långsiktig investering.

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

Optimismen har återvänt men osäkerheten är kvar

Efter de branta nedgångarna i slutet av förra året har 2019 börjat med återhämtning på världens börser. Men även om pessimismen har minskat har inte osäkerheten gjort det. Den pågående avmattning av den globala konjunkturen och minskat stöd från penningpolitiken innebär ökad risk. Det är svårt att komma ifrån. Vi räknar därför med skakig börsutveckling även i år.

”Har aldrig varit så svårbedömt”
Som ekonom brottas man ofta med känslan av att läget aldrig har varit så svårbedömt som *just nu*. Vi ställs ständigt inför nya risker som vi ska försöka värdera. Dessa är sällan avgränsade till ekonomin – ofta finns politiska dimensioner med. Förutom att bilda oss en uppfattning av olika händelser i ekonomin, måste vi också försöka bedöma hur marknaden kommer tolka olika utfall. Marknaderna har dessutom som bekant en förmåga att reagera på händelser långt i förväg. Marknadsräntan stiger inte när centralbanken höjer – den börjar stiga när marknaden förväntar sig att centralbanken kommer att höja. På motsvarande sätt börjar aktiekurser anpassa sig flera månader innan förändringar i konjunkturen dyker upp i statistiken.

Mot den bakgrunden kan de senaste månadernas svängiga börsutveckling tas som en signal om att investerare har svårt att bilda sig en uppfattning om vart vi är på väg. Det får ses som högst naturligt givet var vi befinner oss. I mars har det gått tio år sedan börserna vände upp efter finanskrisen och i USA är den pågående expansionen på väg att bli den längsta någonsin. Nu står vi inför ett år där konjunkturen tappar fart samtidigt som de penningpolitiska stimulanserna fortsätter att minska. Det är i grunden utmanande förutsättningar för aktiemarknaderna. Ur vårt perspektiv innebär det att risken har ökat. Sparare bör därför vara beredda på att det kommer kunna svänga mycket på börserna även i år med såväl snabba nedgångar som tjurrusningar uppåt.

Stabilisering och tålamod efterlyses
I skrivande stund präglas dock börshumöret av optimism och ett globalt börsindex har tagit igen ungefär halva höstens nedgång. Vi ser två grundförutsättningar för att optimismen ska stå sig och börsåret 2019 sluta på plus. Dels behöver vi se tecken på att den pågående avmattningen i världsekonomin bryts och att tillväxten stabiliseras. Vi ser förutsättningar för att så ska kunna ske, men desto färre signaler som bekräftar en sådan utveckling i nuläget. Dessutom behöver centralbankerna behålla sitt tålamod. Inte minst gäller det amerikanska Fed, vars räntehöjningar och indragning av likviditet är riskfaktorer för börsen. Signalerna i början av året har varit att tålamod och flexibilitet kommer prägla penningpolitiken, vilket har bidragit till det gladare humöret på börserna. Men vilka verktyg finns nu till hands om oron återvänder? Marknaderna förväntar sig inte längre några fler räntehöjningar. Det begränsar möjligheten att ge retoriskt stöd vid en svacka. På sidorna 6–11 gör vi en översyn av det globala konjunkturläget och gräver djupare i Feds dilemma.

Johan Lundqvist
Makroekonom

Billigare, men inte nödvändigtvis billigt
I och med börsnedgången under förra året har värderingarna på aktier sjunkit. Värderingen på ett globalt börsindex är den lägsta sedan 2013 och ligger under historiska genomsnitt. Vid en första anblick gör det att aktier framstår som mer köpvärda. Samtidigt kan historiska jämförelser av enkla värderingstal såsom p/e vara förrädiska eftersom de inte tar hänsyn till var i konjunkturcykeln vi befinner oss. Tidigt i en konjunkturuppgång har bolagen ofta goda möjligheter att öka sina vinster under kommande år, något som blir allt svårare ju längre in i högkonjunkturen vi kommer. Det innebär att samma värderingsnivå som kan vara attraktiv i början av en högkonjunktur, kan vara utmanande i slutet av samma högkonjunktur. Så även om dagens aktievärderingar inte är höga i ett historiskt perspektiv, så ska de ses mot bakgrund av att vi av allt att döma har passerat konjunkturtoppen samtidigt som företagens vinster på många håll redan befinner sig på höga nivåer mätt som andel av BNP. Värderingar är en av de faktorer som ligger till grund för vår långsiktiga syn på olika aktiemarknader. Denna kan du läsa mer om på sidan 17.

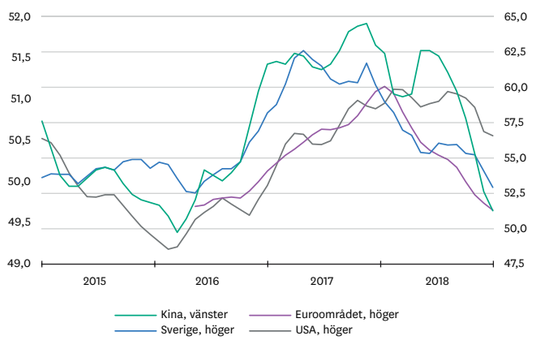
”Höstens börsras påminner oss om hur fort det kan gå. Mellan oktober och december föll världens börser 15–20 procent.”

Ha rimliga förväntningar
Hur ska man då som sparare förhålla sig till utsikterna i år? Även om vi inte räknar med en lågkonjunktur i närtid, så är det sannolikt att det inträffar inom ett par tre år. Det innebär att den förväntade avkastningen kommande år är lägre än under gångna år. Samtidigt anser vi att riskerna har ökat på kort sikt. Avmattning i konjunkturen, avslutade likviditetsstimulanser och utsikter om lägre vinsttillväxt bland bolagen är inte helt okomplicerade förutsättningar att förhålla sig till.

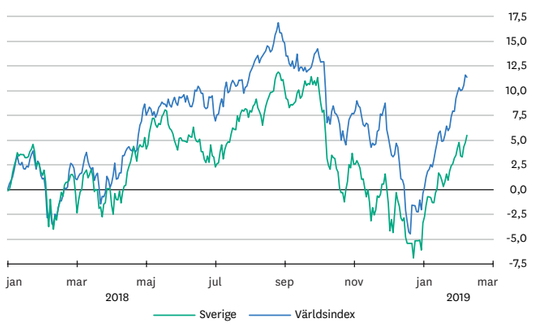
I den miljön behöver man tänka igenom sina val grundligt och välja placeringar baserat på hur stor risk man vill ta – inte bara i år utan även kommande år. För även om vi kan justera risken i sparandet med tiden, så behöver man vara förberedd på att humöret kan skifta snabbt. Höstens börsras påminner oss om hur fort det kan gå. Mellan oktober och december förra året föll världens börser 15–20 procent. Vi kan naturligtvis inte utesluta att något liknande inträffar i år igen. Vi vill hellre ha rätt balans i portföljen innan en sådan nedgång än att behöva göra förhastade förändringar efteråt. Sådana sparbeslut blir sällan bra.

Riskspridning bör därför stå i fokus även 2019, och vi gräver djupare i det ämnet på sidan 26. För vår del går vi hellre miste om viss avkastning ifall 2019 blir ett bra börsår än riskerar stora förluster om börsen faller. Det är en försiktig strategi som inte passar alla sparare. Men oavsett den egna attityden till risk bör långsiktighet prägla portföljen. Särskilt nu när vi går in på det elfte året efter finanskrisen. ●

Inköpschefsindex, tillverkningsindustrin
3 mån. glidande medelvärde



Börsutveckling i svenska kronor
Procent sedan 1 januari 2018



Efterlyses: Tecken på stabilisering

Den globala konjunkturen tappar fart. På vissa håll är inbromsningen både snabb och oväntad. Det har ökat oron för en ny lågkonjunktur. Så länge de värsta fallgroparna undviks finns goda möjligheter att det undviks i år. Men då börjar det bli dags för tecken på en stabilisering – och än så länge lyser de med sin frånvaro.

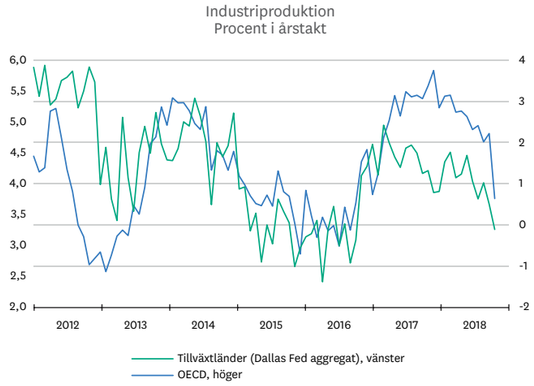
På senare tid har det blivit allt tydligare att världsekonomin håller på att bromsa in. Konjunkturbarometrarna visade vägen under större delen av 2018 och gradvis har försämringen även börjat märkas i hårda data över faktisk produktion. Det är helt i linje med vad vi skrev i höstens utgåva av Placeringsutsikter. Samtidigt är det just nu ovanligt många omständigheter som skymmer sikten. Framför allt handlar det om handelskonflikten mellan USA och Kina som har skapat förhöjd osäkerhet även utanför de två länderna. Det politiska läget är instabilt också i Europa där inte minst Brexit påverkar utsikterna. Dessutom ställer det branta börsraset i höstas till det i och med den påverkan det har på förtroendet bland hushåll och företag, vilket gör statistiken mer svårtydd.

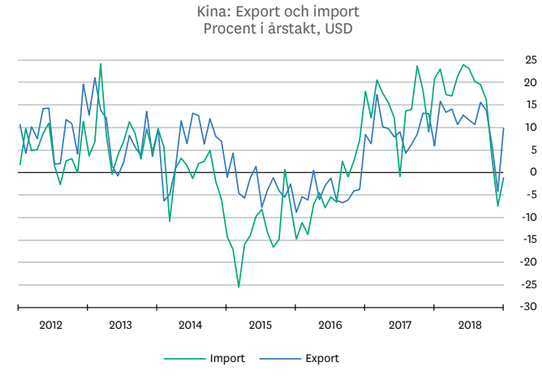
USA släpper på gasen

Den amerikanska ekonomin fortsätter att gå på högvarv och trotsar därmed omvärlden. Vi räknar dock med en inbromsning i år. Det är varken dramatiskt eller konstigt. Under 2018 växte BNP med närmare 3 procent och det är inte uthålligt. I år klingar effekterna från förra årets skattesänkning successivt av. Samtidigt kommer redan genomförda räntehöjningar fortsätta kyla av ekonomin, medan försvagad omvärldsefterfrågan och stark dollar börjar märkas allt mer för exportsektorn. Mot den bilden ska dock ställas fortsatt välmående hushåll som bidrar till att ångan hålls uppe i ekonomin. Sammantaget handlar det om en inbromsning från omkring 3 till drygt 2 procents tillväxt i år, vilket fortfarande är att betrakta som goda nivåer. Men vi lämnar de mest uppblåsta tillväxttalen bakom oss. USA blir därmed inte det draglok för världsekonomin som det var förra året. Dessvärre ser inte Kina ut att ta över stafettpinnen. Snarare tvärtom.

”Inbromsningen i Europa tycks allt mer inhemsk. Den här gången står dessutom Tyskland i centrum för besvikelserna.”

Vi ser i dagsläget inte att Tyskland går mot en lågkonjunktur i närtid, men den svaga statistiken på senare tid är ett orosmoln och leder till dämpade utsikter för regionen.





Handelskonflikt sätter spår

Att handelskonflikten har påverkat det ekonomiska läget i Kina blir allt mer uppenbart. Under hösten sjönk landets import och export drastiskt. Framför allt är det handeln med just USA som har drabbats, men viss påverkan märks även på handeln med andra länder. En bekräftelse på att Kinas nedväxling också drabbar omvärlden fick vi i början av året när Apple varnade för lägre intäkter till följd av svag försäljning i Kina. Kinas ekonomi utmanas dock inte bara av den amerikanska administrationen. Även tidigare åtstramningar inom skuggbanksystemet har pressat tillväxten som blev den lägsta sedan 1990 under förra året.

Sedan något år tillbaka har myndigheterna sjösatt olika stimulanser i form av skattesänkningar och sänkta krav på hur stora reserver bankerna måste hålla. Dessutom har centralbanken låtit yuanen försvagas, vilket ger stöd åt den inhemska ekonomin. Vi räknar med att effekterna av dessa åtgärder successivt kommer börja verka under året, vilket skapar förutsättningar för en stabilisering i ekonomin. Däremot är hittills genomförda stimulanser inklusive valutaförsvagningen i första hand riktade till den inhemska ekonomin. Vi ser därmed inte potential för ett nytt reflations-scenario som förra omgångens stimulanser gav upphov till.

Tysk tvärnit skapar frågetecken

Allt kan dock inte skyllas på handelskonflikten mellan USA och Kina. Inbromsningen i Europa tycks allt mer inhemsk. Den här gången står dessutom Tyskland i centrum för besvikelserna. Under hösten störddes den ekonomiska statistiken av nya utsläppsregler som tyngde bilindustrin och ledde till att BNP minskade. Men svackan har fortsatt, och i januari sjönk företagens förväntningar på 3–6 månaders sikt till de lägsta nivåerna sedan eurokrisen 2012. Nu sjunker även produktionen av konsumtionsvaror, vilket är en aning förbryllande och antyder att svagheten har spridit sig till andra delar av ekonomin. Vi ser i dagsläget inte att Tyskland går mot en lågkonjunktur i närtid, men den svaga statistiken på senare tid är ett orosmoln och leder till dämpade utsikter för regionen.

Återgång till 2012–2016

Vårt huvudscenario är att tillväxten i världsekonomin minskar med några tiondelar i år när såväl USA, Kina som flera andra länder växlar ned. Sammantaget innebär det tillväxttal i nivå med perioden som föregick de senaste två årens synkroniserade uppsving i världsekonomin. I grunden är det tillräckligt för att företagens vinster ska kunna fortsätta växa och därigenom skapa förutsättningar för fortsatt stigande börskurser. Vårt scenario är dock behäftat med större osäkerhet än vanligt. Ganska snart behöver vi få signaler på att avmattningen planar ut och att tillväxten stabiliseras. Annars hotas inte bara vår syn. Utan tecken på stabilisering finns även risk för nya nedgångar på de finansiella marknaderna, vilket i sin tur kan spä på osäkerheten ytterligare och skapa en ond spiral. Det börjar med andra ord brådska med goda nyheter. ●

Färdighöjt för Fed?

Den amerikanska centralbanken, Fed, har höjt räntan nio gånger under de senaste åren. Så sent som i höstas var planen att fortsätta höja i år, men därefter har Fed börjat vackla. Budskapet från de finansiella marknaderna är samtidigt att det är färdighöjt. Det skapar ett besvärligt läge för centralbanken då möjligheten att stötta ekonomin och marknaderna via retoriska stimulanser minskar.

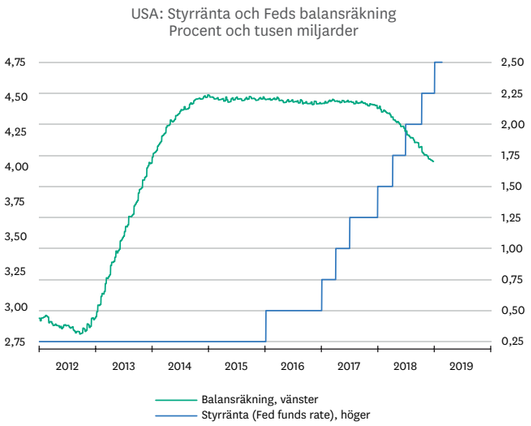
Under de två senaste åren har Fed haft ”marknaden med sig”. Räntan kunde höjas tre gånger 2017 och fyra gånger i fjol. Fed guidade, marknaden anpassade sig och showen gick vidare. Men så kom förra hösten. Börsen föll närmare 20 procent från topp till tå och plötsligt var inte marknaden med på tåget längre. Även Fed har börjat vackla och betonar nu att de kommer vara ”tålmodiga och flexibla” när de utformar penningpolitiken. Annorlunda uttryckt: Protesterna från marknaderna blev för stora. Fed insåg att inslagen kurs inte skulle hålla och bytte snabbt fot för att få börsen på bättre humör igen.

Fram till i höstas var Feds linje glasklar; högkonjunkturen håller i sig, det gör att inflationstrycket fortsätter att stiga, varför räntan måste höjas för att förhindra en överhettning. Prissättningen på marknaderna innebär dock att investerare ser ett annat scenario framför sig.

Skillnad på att inte behöva och inte kunna höja

Det går att göra en positiv tolkning av marknadens scenario som bygger på att Fed inte *behöver höja* räntan eftersom inflationen hålls kvar på låga nivåer när tillväxten saktar in lagom mycket i år. Allt fler amerikaner ställer sig till arbetsmarknadens förfogande, vilket dämpar löneökningarna. Dessutom kommer redan genomförda räntehöjningar fortsätta att verka under året och motverka överhettningstendenser. Marknaden ser därför inget behov av ytterligare höjningar och räknar med att Fed kommer att komma till samma slutsats. Ett sådant scenario med måttlig tillväxt, måttlig inflation och måttfull centralbank vore positivt för de finansiella marknaderna.

Ett mer pessimistiskt scenario bygger på att Fed inte kommer *kunna höja* räntan mer. Den åtstramande effekten av redan genomförda höjningar och indragen likviditet doldes under förra året av skattesänkningen som nu klingar av. Även handelskonflikten med Kina och försvagad omvärldsefterfrågan börjar tynga. Bostadsmarknaden har börjat vackla och optimismen bland företagen har svalnat av. Sammantaget bromsar den ameri-



”Den åtstramande effekten av redan genomförda höjningar och indragen likviditet doldes under förra året av skattesänkningen som nu klingar av.”

kanska ekonomin in betydligt i år. Det ökar känsligheten och gör att marknaderna reagerar lätt på negativa nyheter. Besvikelser riskerar utlösa börsfall. En räntehöjning kan bli droppen som får bägaren att rinna över. Fed kan inte höja i det klimatet.

Inga höjningar i närtid

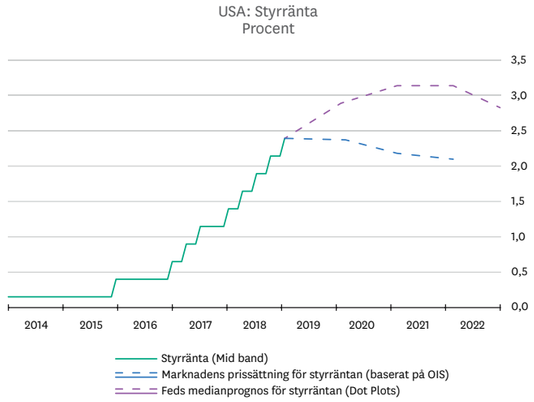
Vår tolkning är att marknaden anser att centralbanken inte kommer kunna höja mer. Men kommer de få rätt? Utsikterna för räntan kompliceras av att konjunkturcykeln blir allt mer mogen och börjar utvecklas ojämnt. Även om tillväxten saktar in och industrin tappar fart, så räknar vi med att styrkan på arbetsmarknaden består. Företagens problem att få tag på kompetent personal blir allt större. Löneökningstakten har tagit fart och närmar sig nu nivåerna från före finanskrisen. Det ökar risken för att inflationen fortsätter att stiga i år. Det vore i så fall i linje med tidigare konjunkturcykler där inflationen inte sällan har nått sin högsta nivå när lågkonjunkturen redan har börjat. Än så länge är dock inflationen fortfarande låg. Fed-chefen Jerome Powell har därför råd att avvakta med räntan under våren. Men när väl inflationen tar fart kommer den möjligheten inte finnas längre.

Paus ger inte långvarigt stöd

Att Fed-chefen nu har kopplat på charmen och betonar att han kommer vara flexibel och tålmodig har gett en vitamininjektion till börshumöret. Men nu är det kortet spelat. Om börsfrossan återvänder på nytt kommer det inte räcka med att upprepa samma budskap på nytt – särskilt när marknaden inte längre väntar sig några höjningar i år. För att ingjuta mod i investerare kommer räntan i så fall behöva sänkas. Men tröskeln för en sänkning är betydligt högre än för en paus. Dessutom skulle det sätta en ny boll i rullning. För en räntesänkning kan också tolkas som att centralbanken signalerar en annalkande lågkonjunktur, och därmed skrämmer investerare. Risken är därför att en räntesänkning får motsatt effekt.

Utöver räntan kan Fed också välja att pausa den pågående indragningen av likviditet som sker när obligationsportföljen minskas och istället börja återinvestera beloppen från förfallna obligationer. Powell gläntade på den dörren i början av året. Det är dock en problematisk väg att gå. I likhet med räntesänkningar är en omläggning av strategin för balansräkningen också en signal om att läget är allvarligt. Vidare är det osäkert hur effektiv en paus av likviditetsminskningen är. Snarare kan det öppna upp för spekulation om att Fed är beredd att börja tillföra likviditet igen. Dessutom: Om läget försämras så pass mycket att det motiverar en förändring av strategin för balansräkningen, så torde det också motivera räntesänkningar som då bör vara förstahandsvalet. Vi tror därför att Fed håller fast vid att styrräntan är det primära verktyget för penningpolitiken och att balansräkningen endast ska användas om en väsentlig försämring av de ekonomiska utsikterna skulle motivera en betydande sänkning av styrräntan.

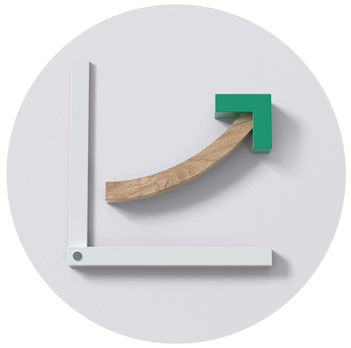
”Besvikelser riskerar utlösa börsfall. En räntehöjning kan bli droppen som får bägaren att rinna över. Fed kan inte höja i det klimatet.”



Svårare att finjustera

Den amerikanska centralbanken befinner sig just nu i en både avundsvärd och besvärlig sits. Å ena sidan har Fed till skillnad från andra centralbanker byggt upp sin penningpolitiska arsenal efter de senaste årens räntehöjningar och tillbakadragen likviditet. Det ger ett betydligt större manöverutrymme att stimulera ekonomin vid en kris eller lågkonjunktur än andra centralbanker. Däremot tycks manöverutrymmet att ge *försiktigt stöd* till marknaderna och förtroendet i ekonomin vid en motvind ha minskat – särskilt när tålmodig-kortet redan är spelat. Detta glapp mellan stöttande åtgärder och krisåtgärder är besvärligt.

Risken är därför att Fed inte har verktyg att mildra lättare motvind utan kan träda in först om motvinden utvecklas till en storm. Det är bekymrande eftersom penningpolitiken verkar med fördröjning. Helst vill vi se att centralbanken kan reagera tidigt på försvagningar för att avstyra eller mildra effekterna. Nu riskerar istället centralbanken vänta för länge. Följden är att sparare inte kan lita på att Fed kommer till undsättning om börshumöret tryter. En annan konsekvens är att när väl Powell och hans kollegor signalerar att räntan ska sänkas, så är det illa på allvar. ●



”Ganska snart behöver vi få tecken på att avmattningen planar ut och att tillväxten stabiliseras, annars finns risk för nya börsnedgångar.”

Vem finansierar?

Under lång tid har efterfrågan på amerikanska obligationer varit till synes omättlig. Särskilt mycket har utländska aktörer med Kina i spetsen investerat. Sedan några år tillbaka har dock det utländska intresset svalnat. Även centralbanken minskar sitt innehav. Samtidigt förväntas budgetunderskottet öka under kommande år, vilket kommer öka utbudet av obligationer på marknaden. Frågan är vem som ska finansiera USA:s allt större skuldsättning.

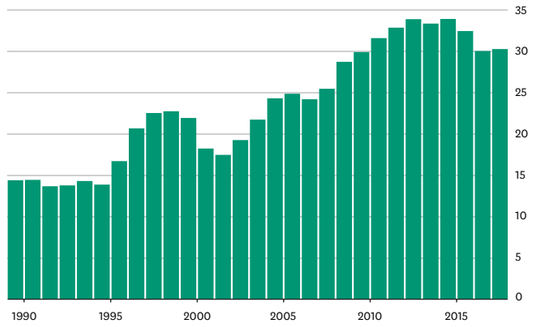
Alla vill äga amerikansk skuld
Den amerikanska statsskulden har ökat stadigt under de senaste decennierna och uppgår i dagsläget till strax över 100 procent av BNP. Majoriteten av skulden ägs av amerikanerna själva i form av olika fonder för socialförsäkringar och pensioner. Omkring 30 procent av skulden ägs av utländska aktörer, och det är här den stora förändringen har skett. I början av 1990-talet uppgick det utländska ägandet till omkring 14 procent. Det har alltså mer än fördubblats fram till idag.

Förutom att utländska sparare och centralbanker har finansierat en stor del av USA:s ökade skuldsättning under de här åren har deras aptit på amerikanska obligationer sannolikt även bidragit till utvecklingen på de finansiella marknaderna. Inte minst gäller det den långvariga räntenedgången som har ägt rum sedan sent 1980-tal. Stadigt sjunkande räntor får även antas ha hjälpt aktiemarknaderna att klättra under samma period. Efter finanskrisen förstärktes trenden när även centralbanken anslöt sig till köpfesten.

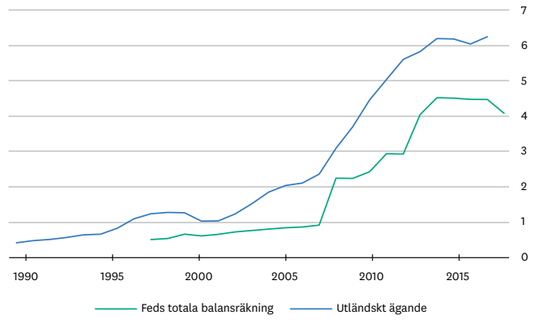
Minskat intresse från utlandet
Sedan några år tillbaka ökar dock inte det utländska ägandet av amerikanska obligationer längre. Och i och med att skulden ökar, så innebär det att andelen utländskt ägande har minskat från som mest omkring 34 procent av den totala skulden för fem år sedan till omkring 30 procent i fjol.* I samma veva slutade även centralbanken köpa obligationer. Istället har ägandet bland inhemska privata investerare ökat. Det är här som frågetecknen hopar sig. För om utländska aktörer inte längre vill vara med och finansiera USA:s skuld och centralbanken också har dragit sig ur – vem ska då göra det? Svaret är återigen privata investerare. Det medför dock två problem. Om den privata sektorn ska absorbera en större mängd av obligationerna innebär det att de har mindre kapital över att köpa aktier och andra risktillgångar för. Följden riskerar att bli sämre börsutveckling. Dessutom är det inte självklart att efterfrågan på obligationer bland privata aktörer matchar utbudet. Det skulle i så fall kunna innebära att räntorna stiger.

Historiskt har USA:s budgetunderskott ökat när ekonomin försvagats och arbetslösheten stiger för att sedan sjunka igen i takt med att ekonomin förbättras.

Utländskt ägande av amerikanska obligationer
Procent av total skuld



Ägande av amerikanska obligationer
Biljoner dollar



Växande behov av finansiering
Läget kompliceras ytterligare av att USA:s lånebehov väntas öka kommande år. I fjol beräknas budgetunderskottet ha uppgått till omkring 4 procent av BNP – och det väntas stiga ytterligare. Särskilt problematiskt är därtill att budgetunderskottet skenar under rådande högkonjunktur – när arbetslösheten är låg. Historiskt har USA:s budgetunderskott ökat när ekonomin försvagats och arbetslösheten stiger för att sedan sjunka igen i takt med att ekonomin förbättras. Nu sker det omvända. I nästa lågkonjunktur riskerar vi därför att se en acceleration av underskotten och i förlängningen statsskulden.

Sammantaget ser vi nu hur strömmen av likviditet från utlandet och centralbanken håller på att upphöra. När två så stora köpare försvinner ur bilden, riskerar det på sikt att leda till högre räntor och sämre avkastning på aktier. Om detta uteslutande vore ett amerikanskt problem skulle vi kunna ignorera risken genom att minska innehavet i just amerikanska tillgångar, men så ser världen som bekant inte ut. Utvecklingen på de amerikanska finansmarknaderna påverkar hela världen.

Behöver inte vara ett problem
Att utlandets intresse för amerikanska obligationer har svalnat behöver dock inte vara ett problem. Dels är det fullt möjligt att aptiten bland utländska investerare tar fart igen. Så har skett historiskt. Särskilt om världsekonomin drabbas av en chock och investerare söker sig till trygga investeringar. Vidare är det inte otroligt att amerikanska investerare både vill och kan ta över stafettpinnen. Den demografiska situationen med åldrande befolkning talar för ett växande behov av att investera i obligationer. Om det inte skulle ske, och likviditeten skulle börja bli ett problem, är det dessutom troligt att Fed skulle träda in med nya likviditetsinjektioner som den gjorde under de tre programmen för kvantitativa lättnader mellan 2008–2014.

Trender ändras långsamt
Den utmaning vi beskriver i den här texten är inte något som leder till stora förändringar över en natt. Snarare handlar det om att trender som har varit förhärskande under lång tid kan hålla på att långsamt förändras. Förmodligen dröjer det innan vi kan avgöra ifall ägarförhållanden av amerikansk skuld är på väg att ändras permanent och om det i så fall leder till bestående påverkan på de finansiella marknaderna. Risken finns att det leder till högre räntor och större utmaningar för aktier i framtiden, men det är långt ifrån säkert. ●

”Efter finanskrisen förstärktes trenden när även centralbanken anslöt sig till köpfesten.”

* Dessa siffror avser utländskt ägande som andel av total skuld. Andelen av den likvida, omsättningsbara skulden uppgår till ca 40 procent.

E **SKANDIAS VÄRDEMÄTARE**

Marknaderna med högst långsiktig potential

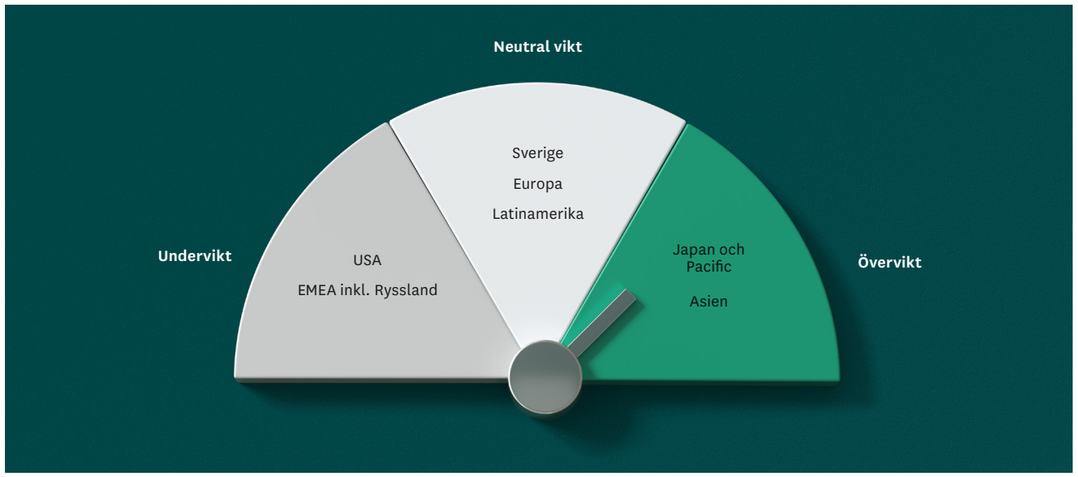
I Placeringsutsikter gör vi en bedömning av den långsiktiga avkastningspotentialen på världens sju aktiemarknader. Vi har tre grundläggande antaganden:

1. På lång sikt är det företagens 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 värdemätaren 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:
Medvinden mojnar – neutral

I likhet med utvecklingen i omvärlden har svensk ekonomi också tappat fart på senare månader. Förtroendet bland hushåll och företag har sjunkit markant och inom industrin har företagen skruvat ned förväntningar på orderingången. Vi räknar med att tillväxten fortsätter att pressas framöver när bostadsinvesteringarna minskar, omvärldsefterfrågan försvagas och konsumtionen dämpas. Även om svenska hushåll har det väl förspänt på många sätt, ser vi hur flera år av stark medvind är på väg att mojna. Sysselsättningen ökar inte i samma takt framöver, räntan har höjts och dessutom är osäkerheten på bostadsmarknaden och börsen faktorer som kan få svenskarna att bli mer försiktiga. Ökad pessimism i förtroendemätningar avspeglas också i konsumtionen som bromsade in under 2018. Statistiken påverkades visserligen av tillfälliga faktorer förra sommaren, men den svaga utvecklingen fortsatte under vintern.

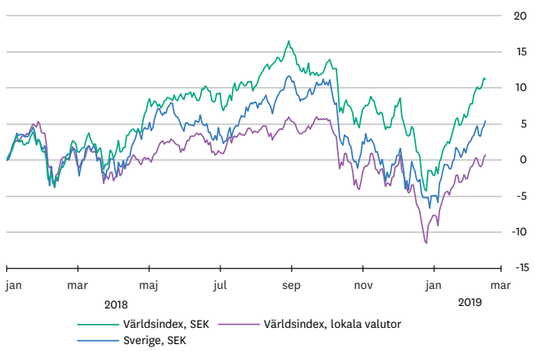
Företagen möter alltså mer utmanande utsikter både på hemmaplan och i utlandet. Det är dock inte unikt för svenska bolag utan en verklighet som delas av konkurrenter i andra länder. De svenska bolagen har dock en fördel av den fortsatt svaga kronan som stärker konkurrenskraften och lyfter värdet på bolagens försäljning i utlandet. Valutans betydelse är förvisso inte lika viktig som historiskt eftersom mycket av produktionen numera sker i utlandet, men den påverkar likväl positivt.

Som vi konstaterade i höstas har försvagningen av kronan fungerat som draghjälp för svenska börsen och även höjt avkastningen på utländska aktier. Det återspeglas i börsutvecklingen det senaste året där svenska aktier har gått bäst av de utvecklade ländernas börser i lokal valuta, men hamnar på tredje plats mätt i svenska kronor.

Den bestående svagheten för kronan är också en risk eftersom en förstärkning skulle drabba både svenska börsen och avkastningen på utländska aktier negativt. Vår bedömning är dock att avkastningen på svenska aktier skulle påverkas mindre av en kronförstärkning eftersom man slipper den direkta omväxlingseffekten. Det ger svenska aktier en fördel.

Vi har i grunden en positiv långsiktig syn på svenska börsen. Bolagen är välskötta, skuldsättningen är låg, banksektorn är i gott skick och kostnaderna har hållits nere. Dessutom är det en stor fördel att aktierna prissätts i just svenska kronor. Samtidigt innebär den fortsatta avmattningen av global tillväxt – särskilt på viktiga exportmarknader – försämrade utsikter för industrin. Ser vi till värderingarna, så är de i dagsläget i linje med genomsnittet under senaste 10 åren. Även värderingsskillnaden mot världsindex och övriga Europa är i nivå med historiska genomsnitt. Sammantaget anser vi att det motiverar en neutral vikt i Sverige. ●

Svenska börsen vs. världsindex
Procent sedan 1 januari 2018, SEK och lokala valutor



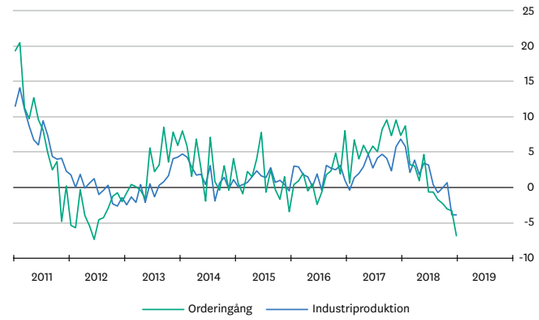
Europa:
Problemen avlöser varandra – neutral

På senare tid har den ekonomiska statistiken från Europa visat på idel besvikelser. Det exportdrivna uppsvinget under 2017 och halvvägs in i 2018 är över. I alla de stora länderna sjunker produktionen inom industrin och förtroendet bland företagen dalar. Det är en olycklig kombination av faktorer – både inhemska och externa – som tynger regionens ekonomi. Ändrade utsläppsregler i Tyskland, gula västar i Frankrike, Brexit i Storbritannien och politisk konfrontation med EU i Italien har i olika hög utsträckning pressat förtroendet och den ekonomiska aktiviteten. Även osäkerhet på handelsområdet i spåren av konflikten mellan USA och Kina har påverkat.

Framöver kommer åtminstone delar av de utmaningar som har pressat regionen på senare tid att klinga av. Det kan möjliggöra för en viss återhämtning för förtroendet i ekonomin. Den underliggande tillväxtförmågan i Europa är dock svag och den stora exportsektorn gör regionen känslig för lägre global tillväxt. Vi räknar därför med dämpade utsikter för europeisk konjunktur både i år och på medellång sikt.

Svaga konjunkturutsikter på både hemmaplan och exportmarknader skapar utmanande förutsättningar för bolagsvinsterna. Det reflekteras dock väl i aktiekurserna. Europabörserna har utvecklats svagt under lång tid och gick under förra året sämst av de utvecklade ländernas börser. Dessutom är värderingarna låga. Det innebär att förväntningarna på europeiska aktier är lågt ställda. Vi behåller neutral vikt i europeiska aktier. ●

Tyskland: Industriproduktion och orderingång
Procent i årstakt



”Ändrade utsläppsregler i Tyskland, gula västar i Frankrike, Brexit i Storbritannien och politisk konfrontation med EU i Italien har i olika hög utsträckning pressat förtroendet och den ekonomiska aktiviteten.”

F

USA:
Dåligt utgångsläge – undervikt

Fram till i höstas gick de amerikanska börserna betydligt bättre än andra länders aktiemarknader. I början av oktober hade USA stigit med över 20 procent i svenska kronor, medan snittet bland övriga utvecklade länders börser hade gått upp omkring 6 procent. Vi valde då att trotsa den positiva trend som de amerikanska börserna var inne i och behöll undervikt. Sedan dess har USA utvecklats likvärdigt med övriga utvecklade länders börser. Vi väljer att behålla undervikt i amerikanska aktier även den här gången.

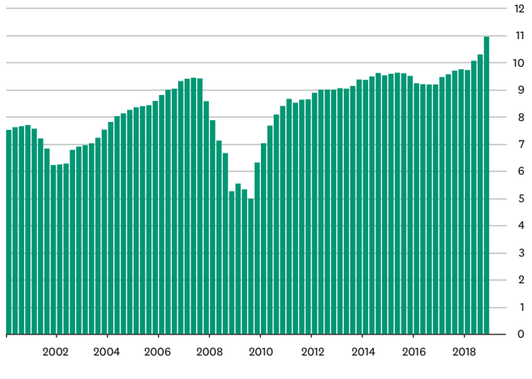
Under åren efter finanskrisen har amerikanska aktier gynnats på flera plan. Dels har konjunkturen varit bättre än på många andra håll. Till skillnad från euroområdet, Japan och flera stora tillväxtländer har USA inte genomgått en lågkonjunktur under de senaste 10 åren. Det har inneburit stark efterfrågan på företagens produkter. Samtidigt har dämpade löneökningar, låga räntor och låg inflation hållit nere kostnadstrycket. Det har möjliggjort förbättrade marginaler och bidragit till att företagens vinster som andel av BNP har kommit upp kring rekordnivåer. Dessutom har börsfesten eldats på av högre värderingar på aktier och genom att företagen har köpt tillbaka stora mängder egna aktier – inte sällan genom att ta på sig högre skulder. Sett i backspegeln är det svårt att tänka sig en bättre miljö för amerikanska aktier.

Blickar vi framåt, så tror vi att miljön blir mindre gynnsam. I år bromsar tillväxten in. Efterfrågan kommer ligga kvar på höga nivåer, men den kommer inte kunna öka i samma takt kommande år. Vidare har räntorna stigit samtidigt som vi räknar med att lönerna ökar i snabbare takt framöver. Det gör att kostnadstrycket stiger. Dessutom är skuldsättningen bland amerikanska företag hög. Högre räntor och växande skuldsättning gör det också mindre attraktivt för företagen att köpa tillbaka egna aktier samtidigt som det borde dämpa viljan bland investerare att handla upp börsen via ökade värderingar.

Sammantaget: Höga marginaler, höga vinstandelar, höga skulder, ganska höga värderingar och stigande kostnadstryck är inte ett bra utgångsläge för en långsiktig investering. Vi behåller undervikt. ●

”I början av oktober hade USA stigit med över 20 procent i svenska kronor, medan snittet bland övriga utvecklade länders börser hade gått upp omkring 6 procent.”

USA: Vinstmarginaler, S&P 500
Procent



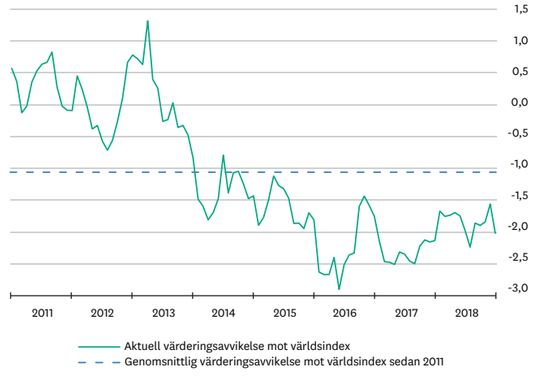
Japan och Pacific:
Vi behåller övervikt, men protektionism oroar

Riskbilden för japanska aktier är förhöjd i år i och med den ökade protektionismen i globala handelsrelationer. Även om Japan står utanför konfrontationen mellan USA och Kina, så är de båda länderna viktiga exportmarknader för japanska företag. Dessutom finns risk att Japan – med sin stora export till USA – dras in i konflikten. Redan nu ser vi hur osäkerheten och avmattningen i världsekonomin, som – åtminstone delvis – kan kopplas till handelsfrågan, har börjat märkas i japansk export som sjönk mot slutet av förra året. Växande protektionism är dock inte ett specifikt japanskt problem utan en risk för merparten av världens börser.

Ser vi däremot till den inhemska ekonomin, så ser läget fortsatt ljust ut. BNP-tillväxten har varit spretig på senare tid, men ekonomin går på högvarv. På många områden är det aktuella läget det bästa sedan 1990-talet. Inte minst gäller det arbetsmarknaden där arbetslösheten är den lägsta på över 25 år. Det skapar förutsättningar för litet större löneökningar, vilket stärker den inhemska efterfrågan och minskar deflationsriskerna, även om inflationen är och förblir låg. För företagens del innebär det att prissättningsförmågan förbättras. I år ska momsen höjas, vilket kan leda till vissa störningar, men sannolikt står myndigheterna beredda att motverka störningarna via riktade stimulansåtgärder.

I stora drag kvarstår vår positiva syn på Japans aktiemarknad även om protektionism är ett orosmoln. Framför allt är det fortsatt låga värderingar – både i absoluta och relativa tal – som talar till börsens fördel. Dessutom, som vi pekade ut förra gången, anser vi att valutans defensiva karaktär är attraktiv. Under fjolårets börsras såg vi åter hur yenen stärktes, vilket stöttade avkastningen i svenska kronor. Vi behåller vår övervikt. ●

Aktievärderingar: Pacific vs världsindex



Asien:
Handelskrig ger ökad risk, men fortsatt god långsiktig potential – övervikt

Det är inte självklart att ha övervikt i Asien givet det osäkra läget i handelskonflikten mellan USA och Kina. Landets börs utgör drygt 40 procent av Asien-index, men även övriga länder påverkas i hög grad av den kinesiska ekonomin. Ett tydligt exempel på det är hur grannen Sydkoreas export till Kina och Hong Kong sjönk kraftigt under hösten, medan exporten till Europa och USA stärktes.

Handelskonflikten med USA var en av anledningarna till den svaga utvecklingen på Kina-börserna under förra året. De kinesiska fastlandsbörserna föll omkring 25 procent, och i svenska kronor sjönk ett brett Kina-index ca 12 procent. Men även försvagad tillväxt och åtstramningen av skuggbanksystemet, vilken försvårade finansiering för privata företag och försämrade likviditeten på marknaderna, bidrog till utvecklingen.

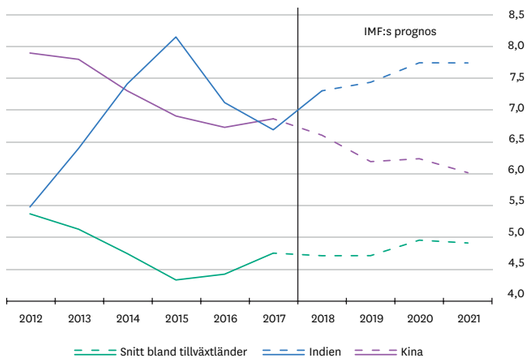
Varför då bibehållen övervikt? Asien är den region som har, och som vi förväntar oss kommer att ha, högst tillväxt i världen. Kinas ekonomi kommer fortsätta sin kontrollerade inbromsning, men kommer likväl vara en motor för världsekonomin.

Utsikterna på kort sikt kommer till stor del styras av handelsfrågan och nästa steg för tillväxten. I skrivande stund är det ännu osäkert om ett avtal kommer kunna nås. Det finns goda incitament att nå en uppgörelse för båda parter, men det är i sig ingen garanti för en lösning. Däremot räknar vi med att redan genomförda stimulanser kommer ge stöd åt den inhemska ekonomin successivt under året.

På litet längre sikt handlar utsikterna om ifall Kina lyckas med sin omvandling av ekonomin och om Indien kan fortsätta på inslagen väg. Det är också här – i den fortsatta utvecklingen för Kina och Indien – som den stora potentialen ligger. Resan kommer vara kantad av utmaningar, men sett till de långsiktiga möjligheterna förblir Asien en attraktiv marknad. Vi behåller därför övervikt. ●

”Ett tydligt exempel på det är hur grannen Sydkoreas export till Kina och Hong Kong sjönk kraftigt under hösten, medan exporten till Europa och USA stärktes.”

BNP-tillväxt
Procent, årstakt



F

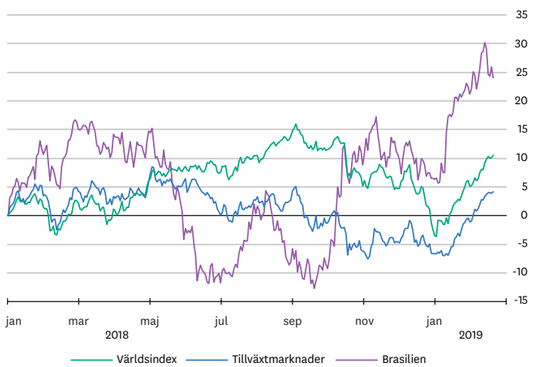
Latinamerika:
Återställ till neutral efter rally

Brasilienbörsen är inne i ett närmast euforiskt rally. Sedan årsskiftet har landets börs gått upp med ca 20 procent i svenska kronor varav nästan hälften kommer från att valutan har stärkts. Det är framför allt regeringsskiftet som eldar på optimismen. Landets nye president, högerkandidaten Jair Bolsanaro, gick till val på en marknadsvänlig politik med avregleringar, ekonomiska reformer och att öppna upp ekonomin som nu investerare förväntar sig kommer förverkligas.

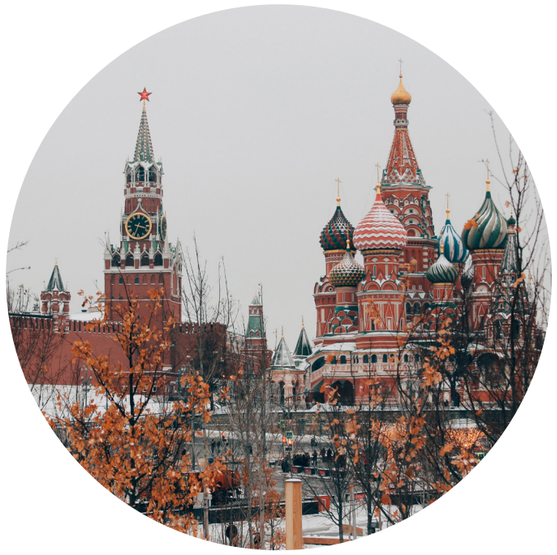
I förra utgåvan av Placeringsutsikter valde vi att behålla neutral vikt i Latinamerika. Vi ansåg att börsen redan reflekterade hög grad av politisk oro i och med nedgångarna tidigare under året. Samtidigt var värderingarna låga och vi såg potential till ett lättnadsrally om valutgången skulle gå marknadens väg. Nu, ett halvår senare, är förutsättningarna inte lika goda. Börsen har sedan dess stigit ca 35 procent i svenska kronor, vilket kan jämföras med snittet bland tillväxtmarknader som nätt och jämt har tagit sig över nollstrecket. Till följd av uppgången har även värderingarna ökat och istället för politisk oro ligger det nu höga förväntningar på den nya regeringen.

Efter den kraftiga uppgången på senare tid kan det vara läge att ta hem delar av vinsten i Latinamerika och återställa en neutral vikt. Vi räknar med att börseuforin lägger sig inom kort och ersätts av ett mer sansat börsklimat. Vi behåller dock en försiktig optimism. Brasiliens ekonomi har precis börjat få upp farten, inflationen och räntor har kommit ned, det finns gott om lediga resurser i ekonomin, marknadsvänliga reformer från den nya regeringen är att vänta. Sammantaget gör det att vi behåller neutral vikt i Latinamerika. ●

Börsutveckling i svenska kronor
Procent sedan 1 jan 2018



EMEA inkl. Ryssland:
Enskilda ljusglimtar räcker inte – undervikt



Under det senaste året har EMEA-index utvecklats likvärdigt med snittet för tillväxtmarknader. Hög avkastning på börserna i Qatar och Ryssland har motverkats av nedgångar i Sydafrika och Turkiet. Sett över de senaste fem respektive tio åren har dock ett brett tillväxtmarknadsindex utvecklats bättre än EMEA.

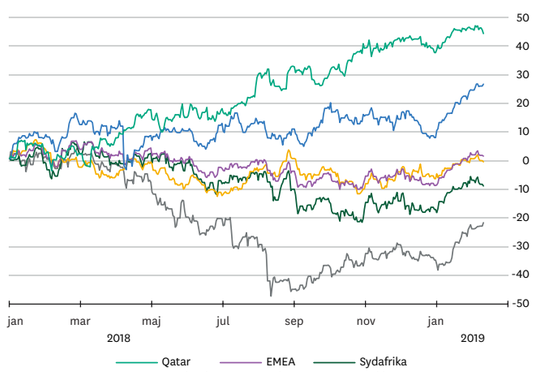
När det kommer till utsikterna för EMEA bör vi komma ihåg att ländernas valutor ofta är lika viktiga som börsutveckling när det kommer till avkastningen. Till exempel har Moskvabörsen stigit över 100 procent sedan 2013, medan avkastningen i svenska kronor uppgår till ca 50 procent. I amerikanska dollar har avkastningen haft svårt att ens ta sig upp till nollstrecket.

Valutor tenderar att försvagas när den politiska oron ökar och kan då ge dubbelt negativ påverkan på avkastningen. Det såg vi i Turkiet under förra året där landets börs föll med omkring 20 procent, men valutaförsvagningen gjorde att nedgången blev dubbelt så stor för svenska sparare. Även om alla utländska aktieinvesteringar innebär en valutarisk, så anser vi att den är relativt sett större i EMEA. I ett scenario där global tillväxt ökar, råvarupriser stiger stadigt, den politiska utvecklingen går åt rätt håll och investerares riskaptit ökar, kommer EMEA utvecklas väl. När vi blickar framåt, så räknar vi också med att regionen kommer överprestera andra marknader periodvis. Men som långsiktig placering behöver vi också väga in utsikterna när förutsättningarna försämras. Och där innebär hög politisk osäkerhet, svag tillväxtförmåga i flera av länderna och högt råvaruberoende att vi bedömer EMEA som särskilt känsligt för en global lågkonjunktur.

Ett vanligt argument för EMEA är att värderingarna är låga. Det är dock ett kroniskt tillstånd för regionens börser. I dagsläget är aktievärderingarna i nivå med historiska genomsnitt och avvikelsen mot andra börser likaså.

Sammantaget ser vi inte tillräckliga skäl för att välja EMEA framför en bred tillväxtmarknadsinvestering. Vi behåller därför undervikt. ●

Börsutveckling EMEA i svenska kronor
Procent sedan 1 jan 2018



Rysslandsbörsen i svenska kronor och rubel
Procent sedan 1 jan 2013

Svårare sprida risker med låga räntor

För ett år sedan steg marknadsräntorna i flera länder när uppsvinget i världsekonomin ökade risken för stigande inflation. Ränteuppgången blev dock kortvarig. Sedan förra Placeringsutsikter har marknadsräntorna sjunkit i såväl Sverige som övriga Europa och USA. Även höstens börsfrossa drev på nedgången. Med dämpade konjunkturutsikter och fortsatt låg inflation får vi räkna med att lågräntemiljön fortsätter. Det innebär att villkoren för riskspridning har ändrats.

Det bästa sättet vi kan förbereda portföljen för olika scenarios är genom riskspridning. Historiskt har det i första hand byggt på att sprida innehavet mellan aktier och obligationer, vanligtvis i form av räntefonder. Tanken är enkel: När aktiemarknaderna går ned, så går räntefonderna upp och dämpar därmed svängningarna i portföljen. Ett bra exempel är 2008 när flertalet börser föll omkring 40 procent, medan många räntefonder steg över 10 procent. Anledningen var de branta räntenedgångar som skedde under finanskrisen. Räntan på en obligation med fem års löptid sjönk från ca 4,2 procent i början av året till 1,8 procent i slutet. Eftersom värdet på en räntefond stiger när räntorna sjunker, så gav det rejäl skjuts till avkastningen det året.

> Sjunkande räntor innebär stigande obligationspriser. Ju längre löptid en obligation har, desto mer påverkar ränteförändringar priset. Som tumregel kan man säga att en räntenedgång om 1 procentenhet, ger en positiv effekt på obligationspriset som är lika stor som löptiden (durationen) är lång. En femårig obligation skulle därför stiga med ungefär 5 procent i värde om marknadsräntan på kort tid sjönk 1 procent.

I dagsläget uppgår motsvarande ränta till strax under noll procent. En lika stor nedgång den här gången skulle i så fall innebära att femårsräntan sjönk till omkring -2,5 procent. Även om det teoretiskt inte finns någon nedre gräns på räntorna, så är vår bedömning att motståndet ökar ju längre under nollstrecket vi kommer. Det innebär att både den löpande avkastningen från räntenivån på obligationerna och potentialen till värdeökning via sjunkande marknadsräntor är lägre nu än förr.

Svagare stötdämpare

Försämrad potential i räntefonder ändrar villkoren för riskspridning. Kortfattat betyder det att räntefonders stabiliserande effekt i en portfölj har försvagats. En portfölj som består av hälften aktiefonder och hälften räntefonder är mer känslig i dagsläget än för 10 år sedan eftersom det positiva bidraget från räntefonder får antas bli mindre. Om vi ska kunna få ett liknande bidrag till portföljen från räntefonder under nästa börsras, så behöver vi därför ha en större andel räntefonder. Annorlunda uttryckt: Bibehållen riskspridning kräver lägre total risk i portföljen.

Det är dock inte bara räntefonder som har lägre förväntad avkastning kommande år. Vi anser att det gäller de flesta investeringar inklusive aktier. Anledningen är, som vi skriver tidigare, att vi ser det som oundvikligt att vi går igenom en lågkonjunktur under de kommande åren. Så även om börsen mycket väl kan ha mer att ge, så anser vi att den förväntade avkastningen på medellång sikt är lägre än under gångna år.

Konsekvenser för portföljen

För sparare innebär vår bedömning att förhållandet mellan risk och potential har ändrats med två direkta konsekvenser. För att bibehålla hög avkastningspotential behöver man ta större risk än tidigare. Och för att bibehålla god riskspridning behöver man sänka den totala risken i sparandet. Vår slutsats är att potentialen inte är tillräckligt stor för att motivera ökad risk. Hur ska man göra med sina räntefonder då? Trots dämpad potential, så anser vi fortfarande att de bör ingå i en balanserad portfölj. Även om vi inte kan räkna med att de ger samma fina avkastning vid en framtida börsnedgång, så är det svårt att se bättre alternativ till liknande risk. Att funktionen som riskspridare har försvagats innebär inte att den är borta.

Sverige: Obligationsräntor under 2008
Procent

Sverige: Obligationsräntor
Procent

”Även om det teoretiskt inte finns någon nedre gräns på räntorna, så är vår bedömning att motståndet ökar ju längre under nollstrecket vi kommer.”

Foto och renderingar
Essen International: Omslag och sid 12–13
Elias Klingén / Söderberg Agentur: Sid 2, 7, 11, 17, 19, 21 och 22
Klara G / Söderberg Agentur: Sid 16
Viktor Gårdsäter: Insida omslag och sid 4
Unsplash.com: Sid 5, 6, 9, 10, 14, 18, 20, 21, 23, 25, 26, 27 och 29

Grafer
Macrobond

Design
Essen International

Tryck
Brand Factory

Placeringsutsikter, mars 2019

skandia