

# Stimulansfesten går mot sitt slut

Under åren som gått har centralbankerna suttit allt hårdare fast i marknadens klor. Fallande börser har mötts av mer stimulanser och väntade räntehöjningar har skjutits på framtiden. Nu ser det ut som om stimulansfesten har nått sin kulmen. I längden är det positivt, men det gör att mer börsturbulens är att vänta.



Maria Landeborn

## Det går bra nu – men varför?

Börsen har gått bra i år – igen. Den amerikanska börsen befinner sig i den näst längsta uppgångsfasen någonsin, och Stockholmsbörsen står på plus för femte året i rad. Uppgången har skett trots att britterna har röstat för att lämna EU och ett amerikanskt presidentval som öppnar för en rad frågetecken. Särskilt bra går det för oss svenskar, som fått extra avkastning tack vare att Riksbanken urholkat värdet på svenska kronan. Man kan ha synpunkter på om Riksbanken gör rätt eller inte, men för oss sparare är det bara att tacka och ta emot eftersom det ökar värdet på sparpengarna. När pengarna växer är det lätt att ryckas med och öka risken, men först gäller det att fundera på varför pengarna har vuxit.

I det här fallet beror det delvis på den svaga kronan – tack för det Riksbanken. Men eftersom Riksbanken nu lyckats pressa ner kronan till liknande bottennivåer

som efter finanskrisen, är det inte särskilt sannolikt att kronan blir så mycket svagare framöver.

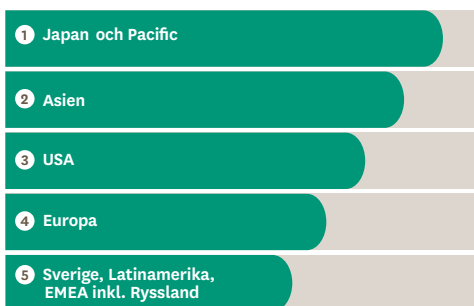
Den andra faktorn som bidragit till uppgången är att värderingarna på börsen har ökat i år – så pass mycket att det börjar kännas ansträngt på många håll. Antingen behöver vinsterna växa, eller så måste värderingarna komma ner för att det ska kännas attraktivt. Och faktum är att det ser ut som om trenden med fallande bolagsvinster nu har bottnat och att vi står inför stigande vinster. Det rör sig dock om ganska försiktig tillväxt och det behöver gå några kvartal för att vi ska få facit.

## Ta hem en del av årets vinst

Kombinationen av mycket svag krona och dyr börs gör att vårt bästa tips just nu, till den som vill vara aktiv i sitt sparande, blir att ta hem en del av årets avkastning och placera pengarna på sidlinjen. Ha is i magen och invänta ett bättre läge att öka risken igen. Det handlar inte om trading, utan om att ibland våga vara nöjd. Aktiernas tid är inte över, men det bästa köpläget är sannolikt inte nu.

## Räntor gör dig inte rik, men...

Vad ska man göra med pengarna om man väljer att ta hem en del av årets vinst? Svaret är tyvärr inte särskilt upphetsande. I dagens nollräntemiljö kommer alternativet till aktier inte att ge någon avkastning att tala om, bara bevara kapital. Penningmarknadsfonder och sparkonton gör dig inte rik, men ruinerar dig inte heller. Det kan vara skönt att ha i åtanke när börsuppgången får alltfler år på nacken. Mer om hur du spetsar ditt räntesparande kan du läsa på sidan 11.



Skandias värdeindikator visar vilka marknader som har högst respektive lägst potential att ge en god avkastning på lång sikt. 1 innebär högst potential, och 5 lägst potential.

## Stora regionala skillnader mellan aktiemarknader

Som alltid rankar vi den långsiktiga potentialen på världens aktiemarknader. Vår långsiktiga tillväxtmarknadsfavorit – Asien – hamnar den här gången på en välförtjänt andraplats. I november har vi också tre regioner på en delad femteplats, nämligen Sverige, Latinamerika och EMEA inklusive Ryssland. Att Latinamerika och EMEA stiger i ranking beror huvudsakligen på de stigande råvarupriserna som fått börserna att rusa. För tillfället anser vi att högre råvarupriser mer än väl är reflekterade i börskurserna, men stiger råvarupriserna ytterligare finns potential för fortsatt kursrally.

## Penningpolitiskt skifte kan skapa börsturbulens

Centralbankerna har alltsedan finanskrisen suttit allt hårdare fast i marknadens klor. Det konstaterar vi på sidan 4. Marknadsturbulens har vid fler än ett tillfälle fått världens största centralbanker att backa från utfästelser om räntehöjningar och nedtrappade stimulanser. Dålig ekonomisk statistik har hyllats av börserna eftersom den tolkats som att centralbankerna kommer att fortsätta trycka pengar för att hålla konjunkturen uppe.

*”Om centralbankerna inte längre tänker låta sig styras av marknaden i lika hög grad så kan vi förvänta oss att det blir mer börsturbulens framöver.”*

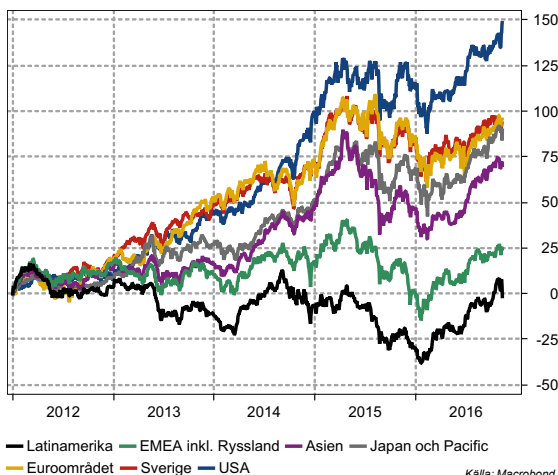
Nu börjar vi se tidiga tecken på att vi kan stå inför ett skifte. Dels handlar det om att inflationen nu ser ut att börja stiga i takt med att den nominella tillväxten ökar, vilket gör det svårt att motivera fortsatt stimulansfest – mer om det på sidan 4. Dessutom tycks stora centralbanker som ECB, Fed och Bank of Japan inte längre vara lika villiga att öppna bankvalven bara för att börsen darrar. I grunden är det sunt eftersom de extrema

### PLACERINGSUTSIKTER I KORTHET

Stigande börser och försvagad krona har gett god avkastning på aktier i år. Men nu ökar osäkerheten kring penningpolitiken.

1. Våga ta hem delar av årets vinst
2. Stimulansfesten har nått sin kulmen
3. Behåll korta räntor som krockkudde

Börsutveckling, SEK  
Procent sedan 1 jan 2012



stimulanserna idag sannolikt gör mer skada än nytta för ekonomin. Och vad händer om stimulansfesten fortfarande pågår för fullt när nästa lågkonjunktur kommer? Mycket talar för att stimulanserna nu har nått eller är nära kulmen, och att spekulationerna framöver snarast kommer att handla om när och hur de ska trappas ner.

Om centralbankerna inte längre tänker låta sig styras av marknaden i lika hög grad så kan vi förvänta oss att det blir mer börsturbulens framöver. Som sparare blir det extra viktigt att ha en portfölj man är bekväm med även när börsen går ner. Den som känner sig tvungen att sälja i panik om börsen plötsligt skulle falla 10–20 procent, vilket mycket väl kan hända, har tagit för hög risk.

### Risk för fördröjd Trump-oro

Under de senaste 30 åren har den amerikanska börsen stigit under det första året efter ett presidentval i samtliga fall utom ett. Förhoppningsvis håller mönstret i sig även den här gången. Vi tycker dock att det finns skäl att räkna med att nervositeten ökar framöver. För även om marknadsreaktionerna efter valet stöttades av förhoppningar om finanspolitiska stimulanser, så kvarstår många frågetecken. De stora orosmolnen handlar om ifall Donald Trump kommer gå vidare med inskränkningar för handeln med omvärlden och ändra kurs på det säkerhetspolitiska området. Det skulle drabba världshandeln och öka den geopolitiska oron globalt. Det osäkra läget gör att vi räknar med ökade slag på de finansiella marknaderna till dess att vi får bättre klarhet i hur mycket av den nye presidentens retorik under valrörelsen som också blir faktisk politik.

Maria Landeborn  
Maria.landeborn@skandia.se

# Makroutblick

## Minskat deflationstryck och växande bolagsvinster

Efter en trög start på året med besvikelser i världskonjunkturen ser 2016 ut att bli det svagaste tillväxtåret sedan finanskrisen. Vår bedömning är att global tillväxt fortsätter att vara dämpad den närmaste tiden. Samtidigt ser vi hur flera av de faktorer som tidigare skapat ett deflationstryck i ekonomin nu klingar av, vilket kan ändra spelplanen för såväl penningpolitik som bolagens vinster framöver.

Under de senaste åren har tillväxten i världsekonomin gradvis mattats av. Skillnaderna mellan åren har förvisso varit ganska små, men det har alltjämt rört sig om en fallande trend. Givet förutsättningarna är vår bedömning att den globala ekonomin kommer att fortsätta växa i en dämpad takt under överskådlig tid. Det innebär en fortsättning på vårt huvudscenario *low for long* som vi har utgått ifrån under det senaste året. Samtidigt fortsätter det finnas betydande skillnader mellan olika regioner. Bland de utvecklade länderna blir den amerikanska konjunkturen allt mer mogen trots en tillväxtsvacka under första halvåret. Också för svensk del håller konjunkturen uppe väl även om en inbromsning sker från fjolårets kraftiga tillväxt. Samtidigt fortsätter euroområdet och Japan att ha svårt att få fart på sina ekonomier trots massivt stöd från penningpolitiken. Bland tillväxtländerna ser utvecklingen ut att stärkas i takt med att recessionerna i Ryssland och Brasilien går mot sitt slut samtidigt som tillväxten i Indien stärks. Det kompenserar för en fortsatt, kontrollerad inbromsning i Kina.

### Deflationstrycket avtar

Även om världskonjunkturen ser ut att röra sig i sidled framöver, så ser vi förutsättningar för ett skifte i *nominella termer*, det vill säga BNP-tillväxt som inte justeras för inflation. Faktum är att nominell tillväxt har kollapsat de senaste åren till följd av starkt deflationstryck. 2015 var det sämsta året, i dollartermer, sedan åtminstone 1981 – till och med sämre än 2009 när konjunkturen bottnade efter finanskrisen. Nedgången förklaras av priset på råvaror, dollarstyrka och ett generellt deflationstryck från industrin. I år ser dock trenderna annorlunda ut. Råvarupriserna bottnade ur i början av året och har därefter stigit påtagligt, medan dollarn idag står på ungefär samma nivå som för ett år

sedan. Dessutom kommer signaler på att deflationstrycket från industrin är på väg att avta. Sammantaget gör det att inflationen bör öka och den nominella tillväxten kommer tillbaka redan i år.

### Återgång till växande bolagsvinster

De faktorer som har tyngt den nominella tillväxten ligger även i hög grad bakom nedgången i globala företagsvinster under de senaste två åren. Men tack vare normalisering av tillväxten som vi ser framför oss, finns också förbättrade utsikter för bolagsvinsterna. Vår bedömning är att vinsterna nu bottnat och att vi framöver kommer att se positiv vinsttillväxt igen. I USA har trenden redan brutits efter att storbolagen uppvisade en försiktigt positiv vinsttillväxt under det tredje kvartalet efter fem kvartal i rad med sjunkande vinster. Det ska dock nämnas att det i första hand är ett resultat av pris- och baseffekter, och inte av växande efterfrågan. Men det är ändå positivt eftersom det innebär att bolagsvinsterna tar igen förlorad mark och att värderingarna blir mindre ansträngda. Att företagen tjänar mer pengar är också en förutsättning för att investeringarna ska ta fart, vilket i sin tur behövs för att driva på konjunkturen.

### Ökad osäkerhet kring penningpolitiken

En starkare nominell tillväxt har dock även en baksida eftersom det innebär att osäkerheten kring penningpolitiken ökar. Minskat deflationstryck, eller ökad inflation, minskar behovet av ytterligare stimulanser och det brukar inte tas emot särskilt väl av marknaden. Erfarenheten visar att även de mest försiktiga kliven tillbaka kan utlösa marknadsturbulens och börsfall. Penningpolitiken lär därför fortsätta att stå i centrum ett bra tag till, men spekulationerna kommer snarare att handla om när och hur penningpolitiken trappas ner från dagens extrema nivåer.

# Marknaderna behöver stimulansavvänjning

Ända sedan finanskrisen har centralbankerna stått i rampljuset. Och eftersom politiska insatser för att lyfta tillväxten har lyst med sin frånvaro har en fixering vid penningpolitiken uppstått. Det är inte sunt – vare sig för centralbankerna själva, de finansiella marknaderna eller framtidsutsikterna. För allas bästa behöver marknaderna skickas på stimulansavvänjning. Det kommer inte vara enkelt, men det måste göras. Och vi tycker oss se de första tecknen på att det har påbörjats.

## Centralbankerna styr marknaderna...

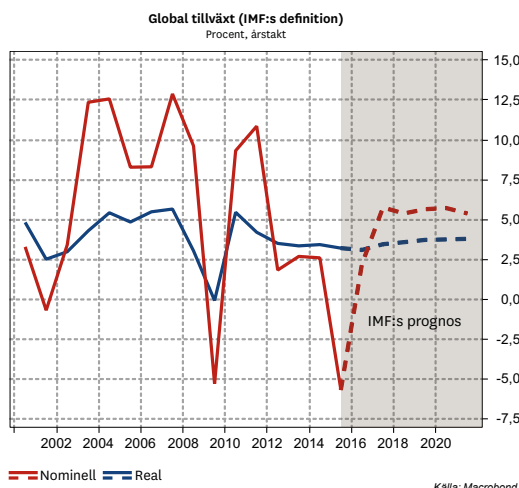
Hur kommer börserna utvecklas den närmaste tiden? Det kanske vanligaste svaret på den frågan är att det beror på centralbankerna. Och så har det varit under lång tid. Räntesänkningar och massiva köp av obligationer har varit marknadernas bästa vän. Det har hjälpt mot diverse åkommor och orostillstånd – inte nödvändigtvis för ekonomin, men för marknaderna. Att investera väger in penningpolitiken i sin investeringskalkyl är fullt rimligt – den påverkar ju som bekant allt från den generella konjunkturutvecklingen till värderingen av aktier. Men när stimulanser värderas högre än förbättrad konjunktur, har något gått snett. Och det är där vi är idag. För gång efter annan ser vi hur svag ekonomisk statistik, som kan ses som bakslag för konjunkturen, tas emot med varm hand av de finansiella marknaderna. Samtidigt har stark statistik, som i förlängningen behövs för att lyfta bolagsvinsterna, skapat oro eftersom det ökar sannolikheten för en åtstramning. Irrationellt, kan tyckas men det är ofta så det har sett ut.

## ... och marknaderna styr centralbankerna

Många av de stimulanser som centralbankerna har sjösat under de gångna åtta åren har varit både nödvändiga och effektiva, medan andra har varit betydligt mer tveksamma. Men även om de har haft tveksam realekonomisk effekt, så har de fyllt ett annat syfte – att hålla marknaderna på gott humör. Det är förvisso klokt om man vill ha stabilitet i konjunkturen. Men på senare tid har detta gått så långt att man kan argumentera för att det är marknaderna som styr penningpolitiken. Upprepade gånger har vi sett hur marknadsturbulens har fått centralbankerna att backa från tidigare retorik och utfästelser. Anledningen är att en reträtt skulle orsaka betydande marknadsturbulens och osäkerhet som i värsta fall skulle riskera att utlösa en ny lågkonjunktur. Den besvärande tolkningen av det här beteendet är att centralbankerna sitter fast i marknadernas klor.

## Stimulanserna kommer inte vara för evigt

Under hösten har vi dock sett vissa signaler som tyder på en minskad vilja att vara marknaderna till lags. I euroområdet har ECB-chefen Mario Draghi medvetet låtit bli att signalera huruvida det befintliga stimulansprogrammet som löper ut i mars nästa år kommer att förlängas eller ej. Samtidigt skapar BoJ:s beslut att omforma stimulansprogrammet (istället för att utvidga det) frågetecken kring om dörren har stängts för nya åtgärder. Dessutom har retoriken från olika Fed-ledamöter gått i mer hökaktig riktning under hösten. I det här sällskapet tycks det vara Riksbanken som spelar det mest duvaktiga kortet genom att signalera tydlig beredskap att vidta nya åtgärder – trots styrkan i svensk ekonomi. Kanske är det ett lugn på de finansiella marknaderna och (tillfällig) frånvaro av internationella oroshärdar som får dem att tuffa till sig. En annan tolkning är att de försiktigt försöker förbereda marknaderna på att stimulanserna inte kommer vara för evigt.



## Högre nominell tillväxt gör stimulanser svårmotiverade

De senaste årens penningpolitiska stimulanser har sjuvänt i en miljö med ständigt *sjunkande* inflationsstryck. Men om prognoserna står sig kommer nästa år vara första gången på fem år som nominell tillväxt blir högre än real tillväxt. Det innebär med andra ord att inflationstrycket ökar. Detta beror dock till mindre del på penningpolitiken utan är i första hand en följd av att deflationstrycket från råvarupriser och industrin upphör. Vi räknar inte med påtagligt högre inflation i närtid, även om det förstås inte går att utesluta. Men även måttligt stigande inflation kommer öka osäkerheten kring centralbankernas stimulanser. Att fortsätta bedriva denna ultraexpansiva penningpolitik i en miljö där nominell tillväxt normaliseras och inflationen stiger är knappast motiverat.

## Årets sista räntebesked viktiga

Faktum är att en viss anpassning till något högre inflationsutsikter redan har påbörjats. I Europa har inflationsförväntningarna börjat stiga från rekordlåga nivåer och obligationsräntor med längre löptider har kommit upp från bottennoteringarna efter Brexit. Det rör sig dock än så länge om ganska försiktiga rörelser. I USA har dock utfallet i presidentvalet fått rejäl fart på långräntorna till följd av Trumps utspel om ofinansierade finanspolitiska stimulanser. Detaljerna är fortfarande oklara, men det handlar om både skattesänkningar och infrastrukturinvesteringar. Att dessa införs i en ekonomi som redan i utgångsläget befinner sig i full sysselsättning har potential att få ordentlig fart på inflationen. Den nye presidentens ekonomiska politik kan därmed leda till tätare räntehöjningar från Fed än vad som förväntades för bara några veckor sedan. Nästa höjning ser av allt att döma ut att ske i december. Senast räntan höjdes, för snart ett år sedan, var det en bidragande orsak till den börsoro som följde under veckorna därefter – trots att höjningen var väntad. I samma veva

som Fed ger sitt räntebesked, ska ECB meddela ifall det befintliga programmet för obligationsköp, som löper ut i mars 2017, ska förlängas i befintlig storlek eller i nedtrappad form. Erfarenheten visar att en nedtrappning kan vara tillräckligt för att skapa påtaglig marknadsoro. ECB:s beslut kommer även i allra högsta grad vara vägledande för Riksbanken. Sammantaget ser vi ut att gå ett osäkert avslut på året till mötes.

## Stimulansfesten har nått sin kulmen

Det är en besvärlig situation centralbankerna står inför, där deflationstrycket avtar samtidigt som marknaderna sitter fast i ett stimulansberoende. Men vi rör oss mot ett läge där stimulanserna kommer börja trappas ned.

*”Även en försiktig nedtrappning riskerar att bli besvärligt efter de senaste årens stimulansfest.”*

Det kommer dock att ske i långsamt tempo och global penningpolitik kommer fortsätta att vara mycket expansiv under överskådlig framtid – även om inflationen blir överraskande hög. Men även en försiktig nedtrappning riskerar att bli besvärligt efter de senaste årens stimulansfest. Förhoppningsvis kan dock stigande bolagsvinster och möjligen även finanspolitiska insatser i USA minska fixeringen vid penningpolitiken. För stimulanser och ständigt sjunkande obligationsräntor är trots allt bara ett tröstpris för uteblivna vinster. Vi är även av åsikten att minusräntor och andra extrema åtgärder för med sig risker som är svåra att motivera. Dessutom är det hög tid att börja bygga upp den penningpolitiska arsenalen inför nästa lågkonjunktur. För även om det dröjer så kommer en lågkonjunktur förr eller senare, och då är vi illa ute om det fortfarande är centralbankerna som är festens mittpunkt.

## PENNINGPOLITIKEN FRÅN HJÄLP TILL STJÄLP (?)

Att expansiv penningpolitik har behövts efter finanskrisen råder det ingen tvekan om. Offensiva insatser från centralbankerna var en viktig förklaring till att krisen kunde brytas och hjulen komma igång igen. Och penningpolitiken behöver fortsätta att vara expansiv på många håll även framöver. Men när penningpolitiken går från att vara expansiv (låga styrräntor) till att ta till extrema åtgärder (minusräntor och alltför omfattande köp av obligationer) tycks det som att hjälpen övergår till stjälp. Vi har tidigare pekat på att det riskerar att försämra ekonomins funktionssätt, skapa tillgångsbubblor och möjligen även försämra den framtida tillväxtpotentialen för att nämna några exempel. Därtill kommer oro för att ultralåga räntor urholkar framtida sparkapital och därmed får hushållen att hålla hårdare i plånböckerna. Och om penningpolitiken signalerar allt djupare kris via sina åtgärder, så uppmuntrar det knappast till konsumtion och investeringar. Risken är alltså att politiken inte bara blir verkningslös utan att den till slut även motverkar sitt syfte. Och ju längre centralbankerna fortsätter med en strategi som inte ger önskvärt resultat, desto större måste risken vara att tilltron till deras förmåga att påverka något annat än den kortsiktiga riskaptiten försvinner. I värsta fall kan det leda till att marknader och företag börjar betrakta penningpolitiken som tandlös och centralbanker som irrelevanta. Där vill vi inte hamna.



# Portfölj

## Läge att ta hem en del av vinsten

Aktier har gett bra avkastning i år. Svenska sparare har dessutom fått extra stöd av att kronan har försvagats. Sammantaget har ett globalt börsindex stigit nästan 14 procent i år i svenska kronor, vilket är nästan dubbelt så mycket som en genomsnittlig årsavkastning. De grundläggande förutsättningarna har dock inte förbättrats och den kortsiktiga potentialen är dämpad. För aktiva sparare kan det därför vara läge att ta hem delar av årets vinst nu.

När förra Placeringsutsikter släpptes i april i år befann vi oss mitt i ett återhämtningsrally på börserna efter turbulensen i början av året. I det läget var vår rekommendation att fortsätta äga aktier, men att inte öka risken. Sedan dess har börserna fortsatt upp. När vi blickar framåt den här gången fortsätter aktier vara det tillgångsslag som har störst potential. Och även om vi inte ser förutsättningar för lika stark uppgång framöver som under de senaste åren, så räknar vi heller inte med recession. För den med ett långsiktigt perspektiv kvarstår därmed rekommendationen från i våras att behålla aktier, men att inte öka risken och vara inställd på att sättningar lär följa längs vägen.

### Läge att ta hem delar av vinst för aktiva sparare

För aktiva sparare och för dem med en kort placeringshorisont kan det dock vara läge att ta hem delar av vinsten. Vi har tidigare påpekat att den potentiella avkastningen på både aktier och andra tillgångar är lägre än historiskt. Det gäller dock inte bara från nu och framåt utan det har även gällt sedan ett bra tag tillbaka. Trots det har ett globalt börsindex redan hittills i år stigit betydligt mer än under ett genomsnittligt år. Dessvärre har förutsättningarna inte förbättrats. Vi är därför av åsikten att årets uppgång har sprungit före utvecklingen för bolagsvinster och konjunktur. Det betyder inte att börserna ska sjunka men risken för sättningar har ökat och avvägningen mellan risk och potential har försämrats. Den som har haft en global spridning i sitt aktiesparande har redan fått hög avkastning i år. Att vara nöjd med det och ta hem en del av vinsterna kan vara en klok strategi för den som vill vara aktiv i sitt sparande.

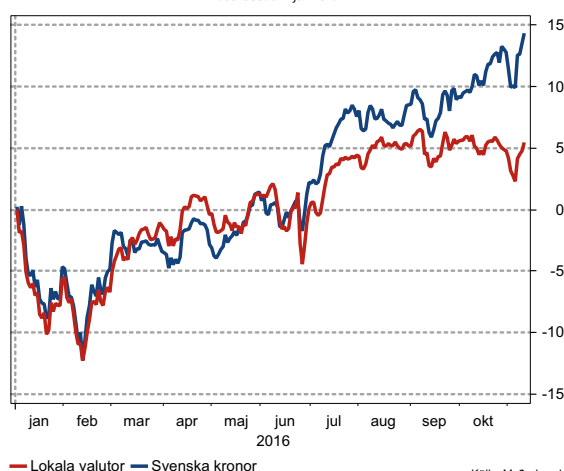
### Försök inte "tajma marknaden", men våga vara nöjd

Att ta hem delar av vinsten handlar inte om att "tajma marknaden". Att pricka toppar och dalar på börskurvan är oerhört svårt och förutsätter även en stor portion tur.

Risken är dessutom att man hamnar "bakom kurvan" och agerar för sent. Vad det istället handlar om är att våga vara nöjd med vad som får betraktas som en bra avkastning och minska på risken när utsikterna är dämpade. Det behöver alltså inte röra sig om en stor vinsthemtagning. Ett förslag kan vara att sälja av en andel av aktieportföljen som motsvarar storleken på årets uppgång – dvs. omkring 10 procent – och parkera kapitalet i penningmarknadsfonder.

Syftet är alltså att göra mindre förändringar i portföljsammansättningen vartefter förutsättningarna på marknaderna förändras. Det gäller att komma ihåg att en uppgång kan raderas ut snabbt. Under förra våren steg de globala börserna med närmare 20 procent i genomsnitt – nästan tre gånger en genomsnittlig årsavkastning på knappt fyra månader. I det läget var vår rekommendation (i Placeringsutsikter april 2015) att "våga missa slutspurten i börsrallyt". Sparare som gjorde slag i sak och minskade på delar av sitt aktieinnehav slapp se hur hela årets uppgång raderades ut under sommar- och höstmånaderna och hade dessutom tillgängligt kapital att köpa aktier för när börserna hade fallit.

Börsutveckling för världsindex i år  
Procent sedan 1 jan 2016

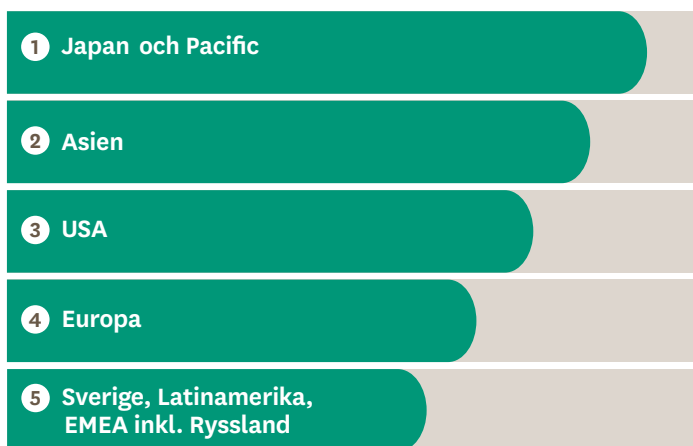


Källa: MaGrobond

# Skandias värdeindikator guidar till långsiktig potential

För att få en uppfattning om den långsiktiga potentialen på olika aktiemarknader använder vi oss av Skandias värdeindikator. Modellen som ligger till grund för indikatorn bygger på de tre faktorer som vi anser har störst betydelse för långsiktig avkastningspotential – aktievärderingar, vinsttillväxt och faktisk börsutveckling. Det finns dock gott om andra aspekter att ta hänsyn till. Till exempel behöver en låg värdering inte automatiskt innebära en fördel. Vissa aktiemarknader är ständigt lågt värderade. Det kan bero på allt ifrån förhöjd politisk risk till ineffektiv bolagsstyrning. I ett sådant fall vill vi veta om den aktuella ”värderingsrabatten” är större eller mindre än historiskt. Ett annat exempel är att låg vinsttillväxt inte automatiskt behöver tynga den långsiktiga potentialen om företagen historiskt har uppvisat god förmåga att skapa vinsttillväxt och det finns övergående förklaringar till att vinsterna är nedtryckta för tillfället. För att få en så rättvis bild som möjligt av avkastningspotentialen analyserar vi därför de tre faktorerna i såväl absoluta som relativa termer på både kort och lång sikt. Resultatet blir en objektiv ranking av de sju regionerna där högst ranking antyder högst långsiktig avkastningspotential och vice versa.

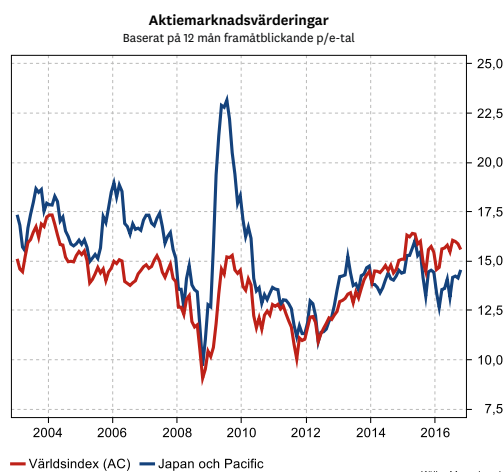
En begränsning med modellen är förstås att det finns många faktorer som den inte fångar upp. Det kan till exempel finnas viktiga orsaker till att en region är billig. I andra fall kan en börsuppgång bygga på förväntningar som vi inte bedömer som rimliga, vilket ökar risken för bakslag. Det kan även handla om regionspecifika risker eller förutsättningar som vi anser motiverar en högre eller lägre ranking än vad indikatorn visar. Ett aktuellt exempel på just detta är att vi den här gången har tre aktieregioner som kommer på delad femteplats – Sverige, Latinamerika och EMEA inkl. Ryssland. Att dessa regioner ges samma ranking av indikatorn innebär dock inte att vi bedömer avkastningspotentialen som likvärdig. Som alltid kompletterar vi därför värdeindikatorns ranking av de olika marknaderna med bedömningar av andra viktiga faktorer. Ytterligare en aspekt av rankingen är att den ska ses på lång sikt – åtminstone fem år. Indikatorn säger alltså ingenting om vilken marknad som förväntas gå bäst nästa månad eller ens nästa år.



# Marknadsöversyn

## Japan och Pacific: Vi gillar värderingarna, men ser utmaningar

Återigen är det regionen Japan och Pacific som rankas högst i Skandias Värdeindikator. Den främsta förklaringen är värderingarna. Av de sju aktieregioner som ingår i indikatorn är det endast Japan som värderas lägre genomsnittet under de senaste tio åren. Under större delen av 2000-talet har Japan och Pacific värderats högre än snittet av de globala aktiemarknaderna, men i dagsläget ser vi det omvända. Låga värderingar är särskilt välkommet i rådande miljö där aktievärderingarna börjar se ansträngda ut på många håll.



I år har den japanska aktiemarknaden, som är den största inom regionen Pacific, tyngts av att valutan har stärkts med omkring 13 procent. Även om en starkare valuta försämrar bolagens konkurrenskraft och kan tynga bolagsvinsterna i år, så sker trots allt majoriteten av de japanska bolagens produktion utanför landet. För svenska sparare fungerar dessutom valutan som en naturlig utjämnare eftersom starkare yen lyfter avkastningen på japanska aktier i svenska kronor. Sedan halvårsskiftet har dock yenkursen planat ut och börserna återhämtat sig påtagligt.

Trots förstaplatsen i Skandias Värdeindikator ser vi blandade utsikter för den japanska aktiemarknaden. Å ena sidan har vi låga värderingar och en positiv utveckling för bolagsstyrningen i mer aktieägarvänlig riktning. Ett exempel som är av direkt betydelse för aktiekurserna är att nivåerna på utdelningar och aktieåterköp har ökat. I den mer utmanande vägskalet har vi den tröga ekonomiska utvecklingen inom landet där varken penning- eller finanspolitik har fått fart på tillväxten. Den poten-

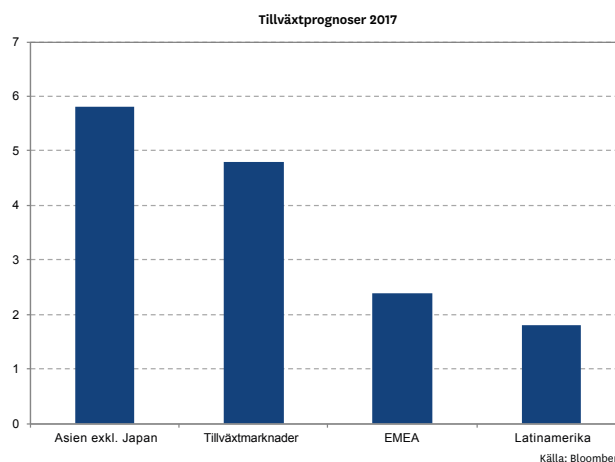
tiella tillväxten i Japan är i närheten av 0 procent och de senaste årens ansträngningar visar på hur svårt det är att väcka liv i en konjunktur och inflation som har sovit i decennier. Sammantaget behåller vi en positiv syn på regionen Japan och Pacific även om vi understryker de utmaningar som inte fångas upp av indikatorn.

## Asien: Långsiktig tillväxtmarknadsfavorit

Asien fortsätter att vara den marknad som värdeindikatorn rankar högst av de tre tillväxtmarknadsregionerna, och den här gången hamnar regionen på plats nummer två. Det är en placering högre än i våras. I år har de asiatiska börserna hamnat litet i skymundan av de kraftiga börsrusningarna i Brasilien och Ryssland, men sett till de långsiktiga förutsättningarna är det i Asien vi ser störst potential.

Kina inklusive Hong Kong utgör knappt 40 procent av det samlade börsvärdet i Asien. Efter en oro i början av året för en kinesisk hårdlandning har landets tillväxt stabiliserats – till stor del till följd av stimulanser som genomfördes i fjol. Framöver kommer dock tillväxten mattas av i linje med regeringens målsättning. Det är dock både förväntat och önskvärt för att utvecklingen ska bli uthållig. Och även om Kinas tillväxttakt blir lägre under kommande år, så ser regionens samlade tillväxt ut att hålla uppe väl till följd av fortsatt stark utveckling i de övriga länderna. Inte minst gäller det Indien där en nyligen genomförd skattereform ser ut att få stort ekonomiskt genomslag.

Mot bakgrund av den höga långsiktiga tillväxtpotentialen tycker vi att det relativa värderingsläget är attraktivt. Asiens andraplats är därmed välförtjänt.

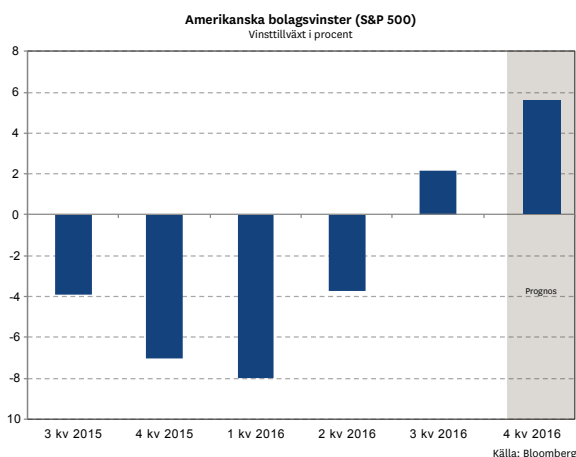




## USA: Vinster växer igen, men högt värderat

Den amerikanska aktiemarknaden utvecklades starkt under första halvåret i år och leder, med något enstaka undantag, avkastningsligan bland utvecklade marknader. En förklaring till uppgången är att bolagsvinsterna har börjat återhämta sig. I tredje kvartalet växte storbolagens samlade vinster för första gången på fem kvartal. Till följd av börsuppgången i år har dock aktievärderingarna stigit, och den amerikanska aktiemarknaden är den dyraste av de sju regionerna – både i absoluta och relativa termer. Det begränsar den potentiella uppsidan.

Under höstmånaderna har dock USA-börsen utvecklats sämre än övriga marknader, vilket talar för att återhämtningen i bolagsvinsterna redan reflekteras i aktiekurserna. Att börsrallyt har tagit en paus får dock betraktas som positivt eftersom det ger aktiemarknaden möjlighet att växa in i sin värdering. Det är en förutsättning för att börsen ska kunna ta nya kliv längre fram. Och givet de amerikanska bolagens goda förmåga att skapa uthållig vinsttillväxt är amerikanska aktier ett givet inslag i en balanserad portfölj. Till följd av värderingsläget är dock potentialen i närtid dämpad.



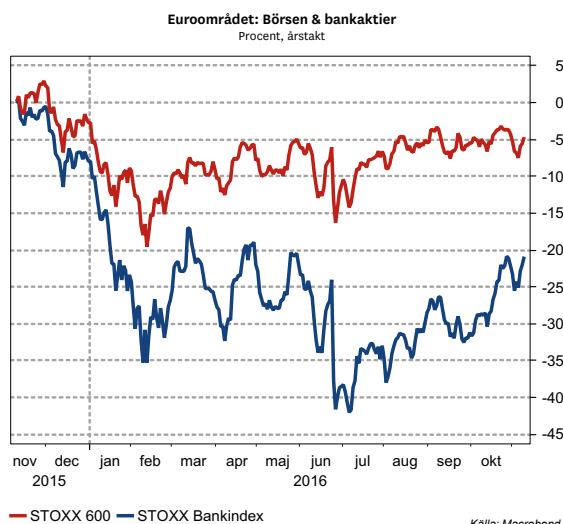
En joker i den amerikanska leken är Donald Trumps ekonomiska politik. I skrivande stund kvarstår fortfarande oklarheter men baserat på utspelen från valrörelsen har de finanspolitiska förslagen potential att ge extra fart åt den inhemska tillväxten. Det kommer att gynna amerikanska börsföretag i olika sektorer. Mot det ska ställas utsikter för handelsinskränkningar. Det är dock sannolikt ett större problem för omvärlden än för USA eftersom merparten av den amerikanska tillväxten skapas inom landet.

## Europa: Problembankers och svag konjunktur dämpar utsikterna

I den här uppdateringen flyttas Europa upp ett snäpp i rankingen till plats fyra. Det är till stor del en följd av att värderingarna på europeiska aktier har minskat något, medan de har stigit på andra håll. De grundläggande förutsättningarna för de europeiska aktiemarknaderna har däremot inte förändrats nämnvärt. I grunden har vi den tröga konjunkturen som inte vill nappa på ständigt utökade penningpolitiska stimulanser. Därtill kommer en problemtung banksektor som med jämna mellanrum gör sig påmind med börsfall som följd. Under nästa år ska dessutom Brexit-förhandlingarna påbörjas samtidigt som både Tyskland och Frankrike går till val. Som lök på laxen ser vi också ökad osäkerhet kring ECB:s stimulansprogram som kan komma att trappas ned under nästa år.

Den svaga börsutvecklingen för de europeiska börserna i år tyder dock på att mycket av osäkerheten redan finns med i kalkylen och att en fortsatt trög utveckling är förväntat. I en sådan miljö kan även försiktigt positiva överraskningar räcka för att få fart på aktiemarknaderna. På senare tid har vi också sett vissa positiva tecken i konjunkturen där olika framåtblickande indikatorer som inköpschefsindex har signalerat en förbättring inom tillverkningsindustrin.

Trots det så kommer vi inte ifrån att den tröga inhemska konjunkturen och utmaningarna i banksektorn håller tillbaka de europeiska aktiemarknadernas potential.

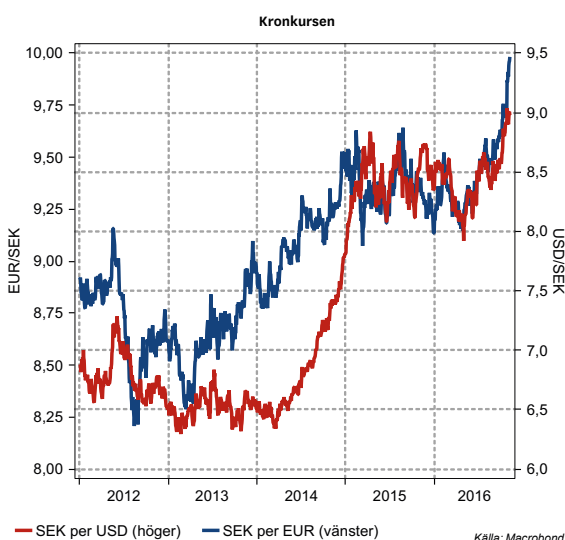


# Placeringsutsikter november 2016

## Sverige: Svag krona ger särställning

Sverige hamnar den här gången på en delad femteplats i värdeindikatorn tillsammans med Latinamerika och EMEA inklusive Ryssland. Det är inte en helt smickrande placering. Att den svenska börser rankas lågt beror på en kombination av höga värderingar och trög vinsttillväxt.

Den svenska ekonomin utmärker sig med den udda kombinationen hög tillväxt och kraftiga stimulanser. Det är en bra cocktail om man vill få fart på tillgångspriser på såväl aktier som bostäder. Till följd av Riksbankens minusränta och omfattande obligationsköp har värdet på svenska kronan fallit. Det har blåst upp marginalerna för många börstunga industribolag vilket gynnat Stockholmsbörsen. Nästa år väntas dock tillväxten mattas av, och vi ser begränsat utrymme för ytterligare, varaktig kronförsvagning.



Vi oroar oss också för obalanser som har förstärkts i ekonomin på senare år. De skenande priserna på bostadsmarknaden, som delvis är en bieffekt av Riksbankens åtgärder, kan bli ett problem framöver. Bolånetak och amorteringskrav har införts och prisuppgången har saktat in, men den stora utmaningen kommer den dag Riksbanken börjar höja räntan på allvar.

Utmaningar till trots, så är svenska aktier en given hörnsten i portföljen för oss svenskar eftersom vi verkar i Sverige och betalar våra räkningar i svenska kronor. I och med den mycket svaga kronan har svenska aktier dessutom en särställning eftersom de, till skillnad från utländska aktier, inte tappar i värde till följd av starkare krona.

## EMEA inkl. Ryssland – nyckfulla politiska risker avskräcker

Regionen EMEA är förhållandevis brokig. De största länderna är Sydafrika, Ryssland och Turkiet. I samtliga av dessa tre länder har den politiska risken ökat påtagligt under de senaste åren. Trots det har ländernas börser

utvecklats väl. Undantaget Latinamerika är EMEA den region som har utvecklats bäst i år i svenska kronor även om valutan står för nästan hälften av avkastningen. Årets uppgång måste dock ses mot bakgrund av att EMEA har utvecklats avsevärt sämre än snittet bland tillväxtmarknader under de senaste åren. Återhämtningen för råvarupriser är en starkt bidragande orsak som inte minst har stöttat den ryska börser och valutan.

Sett till de framtida utsikterna fortsätter dock EMEA att rankas i bottenkiktet av indikatorn. Den låga rankingen grundas främst på bolagens sjunkande vinster under de senaste åren. För de ryska börsföretagen har vinsterna mer än halverats under de senaste åren. I år har dock vinsterna vänt upp till följd av återhämtningen i råvarupriserna. Den fortsatta utvecklingen för energipriser kommer ha stor inverkan på regionens börsutveckling. De risker som vi tycker tynger utsikterna är dock politiska snarare än ekonomiska. Både Ryssland och Turkiet deltar i väpnade konflikter och Sydafrika är allt annat än politiskt stabilt. Regionens börser är därför alltså en högriskinvestering ur många aspekter.



## Latinamerika: Dramatisk uppgång i år, skyhöga förväntningar

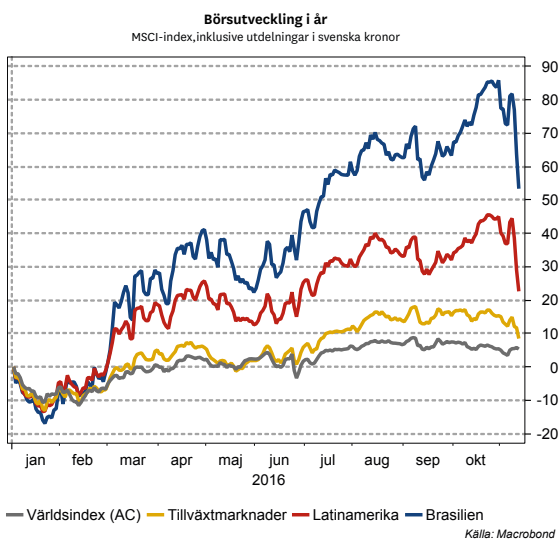
För fjärde gången hamnar Latinamerika i bottenkiktet av vår ranking. Den låga placeringen är kopplad till den svaga ekonomiska utvecklingen för regionen som har fått bolagsvinsterna att kollapsa. I och med den kraftiga uppgången på den brasilianska börser i år har dessutom värderingarna stigit – och då drar ändå Brasilien ned den genomsnittliga värderingen i regionen. Det går inte att komma ifrån att de uppdrivna aktiekurserna bygger på höga förväntningar. För även om årets uppgång till viss del beror på återhämtningen för råvarupriser, så är det framför allt optimism kring regeringskiftet som har eldat på marknaderna. Hittills har det räckt med just optimism, men nu börjar det också bli dags för den nya regeringen att driva igenom sina politiska förslag. Vissa av de reformer som har föreslagits innebär dessutom uppoffringar i det korta perspektivet,

# Placeringsutsikter november 2016

vilket inte alltid är det enklaste att genomföra. Det går därför inte att komma ifrån att riskerna för bakslag måste betraktas som förhöjda.

En nyttillkommen risk för de latinamerikanska börserna är hur ländernas handelsrelationer med USA kommer påverkas av Donald Trumps valseger. Regionens börser har tagit emot valresultatet med påtaglig oro, vilket syns i grafen nedan. Läget är dock svårbedömt eftersom vi i skrivande stund inte har några konkreta besked från den nye presidenten att gå på.

avkastningspotentialen är låg. Vi anser att den låga potentialen inte är tillräcklig för att kompensera för risken för stigande räntor i obligationsfonder. Däremot tycker vi fortsatt att ränteplaceringar ska ingå i en välbalanserad portfölj. Vi behåller därför vår rekommendation att välja penningmarknadsfonder framför obligationsfonder. Avkastningspotentialen är i nuläget nära noll, men fördelen är att risken är lägre om räntorna börjar stiga. Till följd av ränteläget ska ränteplaceringar ses som krockkudde i en portfölj, snarare än en tillgång som bidrar till god avkastning.



## Behåll penningmarknadsfonder som krockkudde

Ränteplaceringar har utvecklats starkt i år tack vare fortsatt sjunkande obligationsräntor. I vårt huvudscenari är dock utsikterna för fortsatt sjunkande obligationsräntor starkt begränsade. Som vi skriver på sidan 5 räknar vi med ett avtagande deflationstryck i världsekonomin framöver. Det för med oss närmare ett läge där de penningpolitiska stimulanserna kommer börja trappas ned, snarare än att utökas. Sannolikt kommer det räcka med mycket svagt stigande inflationstakt och snäppet mer högaktiga centralbanker för att få obligationsräntor att börja ticka uppåt. Sedan början av hösten har vi också sett försiktiga uppgångar i statsobligationsräntor i Europa och på senare tid ganska stora uppgångar i USA, även om det är för tidigt att avgöra om trenden är bestående eller ej. Som vi har skrivit på tidigare sidor leder dessutom utsikterna för amerikanska finanspolitiska satsningar till ökade risker för både inflation och högre räntor.

Även om mycket talar för att räntorna borde börja stiga framöver, så kommer vi samtidigt ifrån en miljö där obligationsräntor har sjunkit i åtminstone 20 års tid. Den som har försökt att "pricka botten" under den här perioden har ständigt haft fel. Som sparare gäller det dock att göra en avvägning mellan risk och potential. Och även om räntorna kan börja sjunka igen, så innebär ändå *räntenivåerna* i närheten av noll procent att

## Fortsatt värde i företagsobligationer

Företagsobligationer har gynnats särskilt väl i år – både av att ränteläget har sjunkit samt av att ränteskillnaden mot statsobligationer – den så kallade spreaden – har minskat. I likhet med traditionella räntefonder så minskar dock den återstående potentialen ju lägre räntorna och spreaden blir. Det innebär att det sannolikt finns mindre kvar att hämta från företagsobligationer nu än för ett år sedan. De främsta hoten mot företagsobligationer är påtagligt försämrad konjunktur (som ökar konkursrisken) och snabbt stigande räntor (som leder till kapitalförluster). Vår bedömning är att sannolikheten för båda de hoten är låg på medellång sikt. Vi fortsätter därför att se värde i företagsobligationer, även om den starka avkastningen i år inte lär upprepas nästa år.

I valet mellan investment grade och high yield har vi tidigare föredragit det sistnämnda med viss fördel för Europa. Efter den starka utvecklingen för high yield i år är dock förutsättningarna jämnare i dagsläget. På marginalen ser vi dock fortsatt viss fördel för high yield eftersom känsligheten för stigande räntor är lägre och avkastningspotentialen högre. För de flesta sparare är dock en kombination av de två kategorierna det bästa valet. Sett till de regionala skillnaderna är räntorna högre på amerikanska obligationer, men så är även risken. Vi ser inte någon tydlig fördel för endera region den här gången utan anser att valet mellan amerikansk och europeisk high yield bör styras av hur stor risk man vill ta.

# Placeringsutsikter november 2016

## Medverkande till Placeringsutsikter:

Maria Landeborn  
Sparekonom

Lars-Göran Orrevall  
Chef Skandias kapitalförvaltningsbolag

Johan Lundqvist  
Ekonom

Axel Brändström  
Chef investeringsstrategi

Hans Forssman  
Strateg

**Publiceringsdatum:** Den 17 november 2016

Diagram och marknadsnoteringar uppdaterades den 14 november 2016

Detta material har tagits fram av Skandia i informationssyfte. Det är inte ett erbjudande eller en förfrågan om erbjudande om att köpa eller sälja någon finansiellt instrument. Även om skäligen 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.