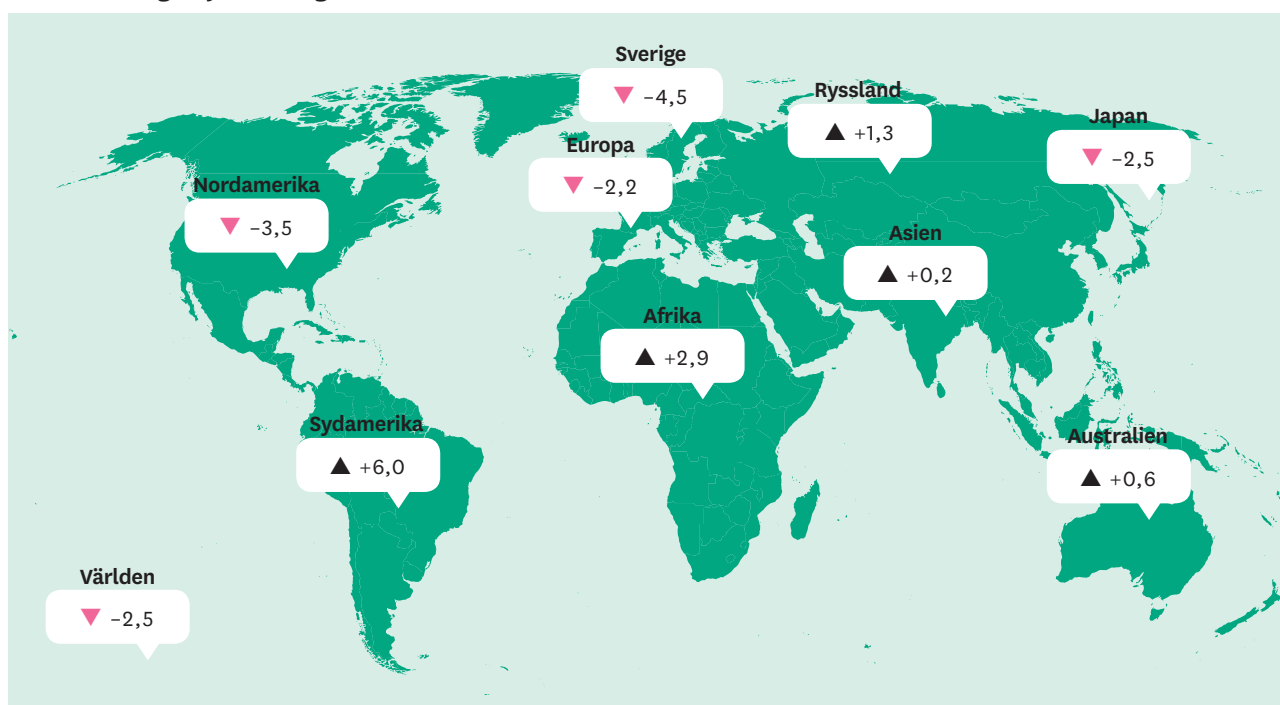


Starkare krona tynger sommarens avkastning

- **Alltmer skevt förhållande mellan avkastning och risk.** Sommaren är ofta en av de svagare perioderna under börsåret om man tittar på den historiska snittavkastningen varje månad. Sommaren 2017 bjöd dock på mycket blandade rörelser. Medan börserna i USA och på tillväxtmarknader stärktes, gick det desto trögare i Sverige. Dessutom tyngde förstärkningen av svenska kronan avkastningen för svenska sparare – både på svenska och utländska aktier.
- **Den bästa tiden är nu.** Det har nu gått ungefär ett år sedan den globala konjunkturen visade bottenkänning. Trots några farthinder på vägen och en förhöjd politisk osäkerhet har världsekonomin tagit ett tydligt kliv framåt. Under sommaren fortsatte ekonomin att förbättras, och samtidigt förbereder sig centralbankerna av allt att döma för nästa steg i den reträtt som redan har påbörjats.
- **Dollarn inte billig – trots ras i år.** Den amerikanska dollarn har försvagats påtagligt sedan årsskiftet. Under sommaren tog raset ytterligare fart. Mot svenska kronan har dollarn tappat omkring 10 procent, vilket innebär att avkastningen på USA-fonder har varit mager i år, trots att den amerikanska börsen har gått starkt. Men nedgången till trots är dollarn knappast billig.

Börsutveckling 30 juni–18 augusti 2017 i svenska kronor.



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

Alltmer skevt förhållande mellan avkastning och risk

Sommaren är ofta en av de svagare perioderna under börsåret om man tittar på den historiska snittavkastningen varje månad. Sommaren 2017 bjöd dock på mycket blandade rörelser. Medan börserna i USA och på tillväxtmarknader stärktes, gick det desto trögare i Sverige. Dessutom tyngde förstärkningen av svenska kronan avkastningen för svenska sparare – både på svenska och utländska aktier.

Den amerikanska börsen nådde nya rekordnivåer när rapportssäsongen kulminerade under andra halvan av juli, och även börserna på tillväxtmarknaderna steg. Fortsatt vinsttillväxt i bolagen och en globalt stabilare konjunktur ger stöd åt utvecklingen. Bland de sämsta börserna hittar vi samtidigt den svenska som har fallit ca 4 procent sedan halvårsskiftet. Förutsättningarna är det inga fel på – vi gynnas av återhämtningen i resten av världen och den inhemska ekonomin växte med hela 4 procent under andra kvartalet. Dessutom eldar Riksbanken förortrutet på med minusränta och obligationsköp.

Varför är Stockholmsbörsen så svag?

Den största boven i dramat är förstärkningen av den svenska kronan mot framför allt dollarn. Att kronan stärks innebär press på lönsamheten för många bors-tunga exportbolag framför allt inom industrin. Dessa bolag producerar varor inom Sverige men säljer främst till utlandet vilket betyder att de har kostnader i svenska kronor och intäkter i utländsk valuta. Kortsiktigt säkrar företagen ofta sina valutaflöden mot växelkursförändringar, men på sikt påverkas vinstprognoserna och det avspeglas i aktiekurserna.

En annan faktor som bidragit till den svaga utvecklingen är de högt uppskrivade förväntningarna efter första kvartalet då både vinster och försäljning på bred front överträffade prognoserna. De största positiva överraskningarna återfanns då framför allt inom den konjunkturkänsliga industrin. Vårens kursuppgång gjorde dock att många industribolag handlades till höga multiplar baserat på höga förväntningar, och när rapporterna för andra kvartalet släpptes räckte det inte med att "bara" nå dit – allt annat än en överträffad prognos straffades med kursnedgång.

Det tål dock att påminnas om att samma bolag som nu drabbas negativt av den starkare svenska kronan, har under årtal åtnjutit högre marginaler tack vare att Riksbanken har försvagat valutorna. Precis som Stock-

holmsbörsen nu underpresterat på grund av valuta-förstärkningen, har den tidigare gynnats gentemot andra börser av att svenska kronan under lång tid varit konstgjort svag.

Stark krona ger dubbelt bakslag

För svenska placerare får kronförstärkningen ytterligare en effekt – värdet på sparande i utländska fonder drabbas negativt. Medan den amerikanska börsen har stigit drygt 10 procent i år har kronan under samma period stärkts ungefär lika mycket mot dollarn, vilket resulterar i att svenska sparare faktiskt förlorat pengar på sina USA-fonder i år. Att placera i svenska fonder och aktier kan därför ses som ett sätt att skydda sig mot en starkare krona, men då bör man undvika de bolag som drabbas hårdast när valutorna stiger. Ett alternativ är att istället titta efter bolag som gynnas av en stark krona. Dit hör klädbolag som H&M, som köper i (billig) dollar och säljer i bland annat euro och kronor.

Börsutveckling för världsindex 2017

MSCI AC WORLD TR, Procent



— Lokala valutor — Svenska kronor

Källa: Macrobond

Rekordlåg "skräckindex" = förestående katastrof?

Under försommaren rapporterades det frekvent om att VIX-index, som ofta populärt kallas "skräckindex" eller "riskindex", var rekordlåg. Historiskt har det hänt att extrem låga värden på VIX-index har föregått en börskrasch – men har ett lågt VIX och en förestående börskrasch verkligen ett samband? Och vad mäter VIX egentligen?

VIX visar helt enkelt hur stora investerarna tror att kursvägningarna, volatiliteten, kommer att vara de närmsta 30 dagarna. Med andra ord signalerar ett lågt VIX-index inget annat än att investerarkollektivet förväntar sig relativt små rörelser på börsen den närmsta månaden. Detta baseras förstås till viss del på förväntningar om framtiden, men framför allt bygger de på hur det har varit historiskt. När börsen har stigit under våren, världsekonomin har sett allt stabilare ut och de politiska valen i Europa har fallit väl ut ur ett börsperspektiv bedöms risken låg även den kommande månaden och det gör att VIX faller.

Vid ett par tillfällen har ett lågt VIX-index (och ett aningslöst investerarkollektiv) föregått en större börsnedgång, men det beror snarast på slumpen. Det man dock kan konstatera är att börsen även i en lång uppåtgående trend då och då rekylar ner. Nedgångarna är som regel snabbare än uppgångarna och när de kommer, studsar VIX-index rakt upp. Nu senast steg indexet från knappt 10 till 16 i samband med att tonläget mellan USA och Nordkorea trappades upp i början av augusti.

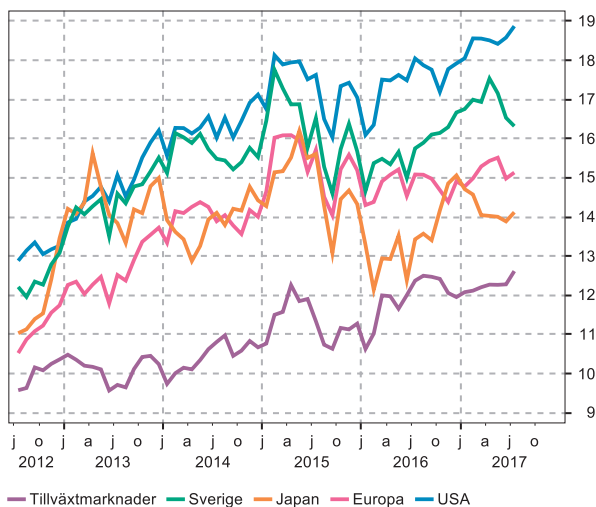
Procentuellt är det en uppgång på 60 procent, vilket låter mycket, men i ett längre historiskt perspektiv är ett VIX-index på 16 inte anmärkningsvärt. Det som däremot är anmärkningsvärt är att marknaden prisar risken som ytterst låg samtidigt som bolagsvärderingarna är mycket höga, börsen har stigit i snart nio år och centralbankerna står i begrepp att påbörja en nedtrappning av historiens största penningpolitiska experiment.

Höga värderingar – låg långsiktig avkastningspotential

Generellt är världens börser överlag dyra, och efter sommarens uppgång har den redan högt värderade amerikanska börsen blivit ännu dyrare. De höga värderingarna tycks dock inte ha någon särskilt avskräckande effekt även om de frekvent uppmärksammas. Hög riskaptit har snarast blivit konsensus på grund av överflödet av kapital och de flesta investerare vill – eller måste – skapa avkastning, och då finns det bara ett sätt, nämligen att köpa risktillgångar oavsett om de ser dyra ut eller inte.

Aktiemarknadsvärderingar

12 mån framåtblickande p/e



Källa: Macrobond

Frågan är dock hur mycket uppsida det finns på de här värderingsnivåerna.

”Den potentiella avkastningen på längre sikt är rimligtvis låg, och dessutom till priset av hög risk.”

I takt med att stimulansfesten har pågått har förhållandet mellan risk och avkastning blivit alltmer skevt. Med tanke på att vinsterna växer och konjunkturen kontinuerligt förbättras är det ändå fortsatt så att aktier bör vara en del av portföljen. Det saknas inte risker, men alternativet till aktier är placeringar som inte ger någon avkastning alls. Men baserat på de höga värderingarna kan vi konstatera att det sannolikt inte är rätt tidpunkt att öka aktieexponeringen. Att vikta om mellan olika marknader kan däremot vara en god idé. USA är för dyrt medan potentialen är högre i Europa och på tillväxtmarknaderna, framför allt i Asien.

Vår nästa stora sparrapport Placeringsutsikter utkommer nästa gång i slutet av september. Missa inte den!



Maria Landeborn
Sparekonom

Den bästa tiden är nu

Det har nu gått ungefär ett år sedan den globala konjunkturen visade bottenkänning. Trots några farthinder på vägen och en förhöjd politisk osäkerhet har världsekonomin tagit ett tydligt kliv framåt. Under sommaren fortsatte ekonomin att förbättras, och samtidigt förbereder sig centralbankerna av allt att döma för nästa steg i den reträtt som redan har påbörjats.

Högtryck i världsekonomin under sommaren

Sommarmånadernas ekonomiska statistik har visat på ihållande styrka, och bekräftar bilden av det pågående uppsvinget för den globala konjunkturen. De positiva tongångarna återspeglas på de finansiella marknaderna där flertalet aktiemarknader har utökat sin uppgång sedan årsskiftet samtidigt som räntor och råvarupriser har stigit. I USA accelererade tillväxten på bred front under vår- och sommarmånaderna. Industrins ordergång och investeringsplaner ökade i likhet med hushållens konsumtion. Istället handlar det om en rekyl efter svackan i början av året.

”Förbättringen sammanfaller visserligen med att Donald Trump har funnit sig tillrätta i Vita Huset, men är knappast hans förtjänst.”

Även i euroområdet fortsatte den ekonomiska återhämtningen och tillväxten är nu den starkaste sedan 2011. Det rör sig fortsatt om små steg, men de är åt rätt håll. Arbetslösheten sjunker försiktigt, produktionen inom industrin ökar och olika barometrar indikerar att förstärkningen av konjunkturen håller i sig.

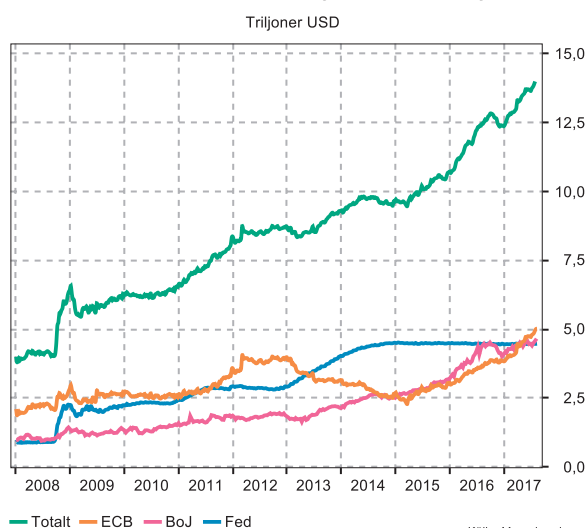
Att konjunkturerna i både USA och euroområdet skulle förbättras var dock väntat. För Kinas del förväntades däremot de mycket starka siffrorna som visades upp i början av året visa tecken på försiktig avmattning. Men tillväxten visade sig ligga kvar strax under 7 procent även under årets andra kvartal. Ihållande förbättring av den internationella konjunkturen stärker efterfrågan på kinesiska produkter, vilket i sin tur stöttar den inhemska efterfrågan. Framöver kvarstår bedömningen att ekonomin kommer sakta in något, men fortsätta växa i hög takt. Det är välkommet och kan liknas vid en bil som sänker hastigheten ett snäpp för att undvika en hastigare inbromsning längre fram.

Den kanske främsta överraskningen dök dock upp i Sverige när SCB meddelade att den svenska ekonomin växte med hela 4 procent i årstakt under andra kvartalet. Det är omkring dubbelt så mycket som i USA, euroområdet och Storbritannien. Sommarsiffrorna bygger visserligen på ett mer knapphändigt underlag än vanligtvis och det var framför allt ökade boendeutgifter och bostadsinvesteringar som drev tillväxten, men bilden av en mycket stark svensk ekonomi står sig.

Centralbankerna har doppat tårna – vågar de hoppa i?

Mot ovanstående sammanfattning av sommarkonjunkturen vore det kanske rimligt att anta att de högaktiga signalerna från centralbankerna skulle ha stått som spön i backen, men det vore att ta i. De penningpolitiska beskederna under sommaren har knappast vält några kiosker, men några intressanta (om än ganska väntade) signaler har vi trots allt fått – framför allt från USA och Sverige. Det handlar till största del om små omskrivningar i centralbankernas kommunikéer som kan tyckas triviala, men dess betydelse ska inte underskattas.

Centralbankers sammanlagda balansräkningar



Fed börjar banta

Ett stort fokusområde för amerikansk del har varit när Federal reserve, Fed, ska påbörja arbetet med att banta balansräkningen som svällde upp under åren av obligationsköp. För att använda Feds egna ord står det nu klart att det kommer att ske "relativt snart". I praktiken torde det betyda att bantningskuren påbörjas i samband med nästa räntemöte i september förutsatt att inga betydande statistikbesvikelser eller geopolitiska händelser hamnar i vägen. I ett första steg kommer centralbanken minska storleken på återinvesteringar av kuponger, vilket kommer trappas upp efter hand. Teoretiskt bör det leda till lägre efterfrågan på obligationer och därmed högre marknadsräntor. Men exakt hur åtstramande strategin blir är mycket svår att bedöma. Det är trots allt okänd terräng Janet Yellen ger sig ut på. Om sedan Fed även lyckas pressa in ytterligare en räntehöjning vid något av de tre återstående mötena i år är mer osäkert. Prissättningen på marknaden indikerar att det är färdighöjt för i år. Inflationen har ju dessutom mattats av på senare tid, vilket gör det svårare att få acceptans för åtstramning.

"Stalltipset är därför att Fed lägger räntehöjningarna åt sidan vid mötena i september och november, tills de har sett hur marknadsreaktionerna på bantningen av balansräkningen blir."

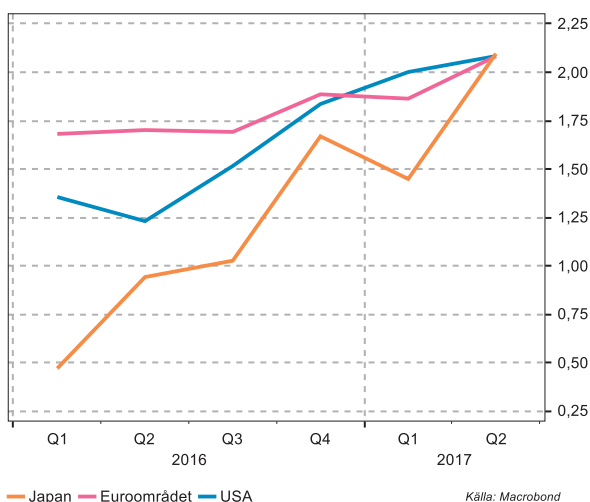
Draghi förbereder sig för exit...

I Europa sväller centralbankernas balansräkningar fortfarande, men kanske inte så länge till. ECB minskade som bekant storleken på obligationsköpen i våras och tack vare den ihållande förbättringen av konjunkturen ser Mario Draghi en mer balanserad riskbild och varnar inte längre för att räntan kan komma att sänkas (som han gjorde så sent som i våras). Däremot har inga besked getts om när nästa nedtrappning av obligationsköpen kommer ske. Mario Draghi har sannolikt ingen brådska, men i och med att den politiska riskbilden har lättat och konjunktursignalerna pekar åt rätt håll har han nu en starkare medvind än på länge. Det är därför mycket möjligt, för att inte säga troligt, att ECB i samband med räntebeskedet i september eller oktober meddelar ytterligare nedtrappning av obligationsköpen och att köpen avslutas helt under av nästa år.

...och Riksbanken hakar på

Som ett brev på posten har de mindre duvaktiga signalerna från ECB följts av att även Riksbanken nu anser att det är "något mindre sannolikt än tidigare" att räntan sänks den närmaste tiden. Det svenska programmet med köp av obligationer ska dock löpa till årsskiftet. Men eftersom vi tror att ECB förbereder sig för en exit som sannolikt påbörjas efter årsskiftet, möjliggör det för Riksbanken att också nöja sig när det nuvarande stödköpsprogrammet löper ut.

Real BNP-tillväxt
Procent i årstakt



Den bästa tiden är nu

Vi ser nu hur Fed skiftar från gaspedalen till bromsen, medan åtminstone ECB och Riksbanken sannolikt gör sig redo för att lätta på gasen. Tillfället är nära nog optimalt. För världsekonomin befinner sig i en *sweet spot*, där konjunkturen förbättras utan att inflationen tar fart. Det ger även ett guldåge för centralbankerna eftersom de har möjligheten att gå försiktigt fram. Det är inte säkert att den lyxen finns kvar om ett år – det går ju faktiskt inte att utesluta ett scenario där man tvingas till snabba, täta räntehöjningar, och där vill vi inte hamna. Det faktum att obligationsräntorna har stigit under sommaren utan att börserna har protesterat tyder på att det finns en acceptans för penningpolitiken att ta nästa steg. Även den acceptansen kan upphöra. Ett mycket bättre läge för centralbankerna är svårt att se – och det gäller som bekant att smida medan järnet är varmt.



Johan Lundqvist
Makroekonom

Dollarn inte billig – trots ras i år

Den amerikanska dollarn har försvagats påtagligt sedan årsskiftet. Under sommaren tog raset ytterligare fart. Mot svenska kronan har dollarn tappat omkring 10 procent, vilket innebär att avkastningen på USA-fonder har varit mager i år, trots att den amerikanska börsen har gått starkt. Men nedgången till trots är dollarn knappast billig.

Trump och inflation viktiga förklaringar

Sedan årsskiftet har den amerikanska dollarn försvagats med omkring 8 procent jämfört med en korg av olika internationella valutor såsom euro, yen och pund med flera. Mot svenska kronan är nedgången ännu större och summerar till drygt 10 procent. Så vad har egentligen hänt? Delar av nedgången i år återspeglar ett tillnyktande i synen på Donald Trump. Dessutom har många av de farhågor som fanns under valrörelsen, men som glömdes bort fullständigt under segeryran i vintras, kommit tillbaka. Att då dollarn tappar den uppgång som berodde på just orealistiska förhoppningar i vintras är fullt rimligt.

”Den politiskt oerfarne presidentens uppenbara svårigheter att få igenom sin politik i kongressen och splittringar i de egna leden har lett till insikten att de utlovade ekonomiska stimulanserna är allt annat än säkra.”

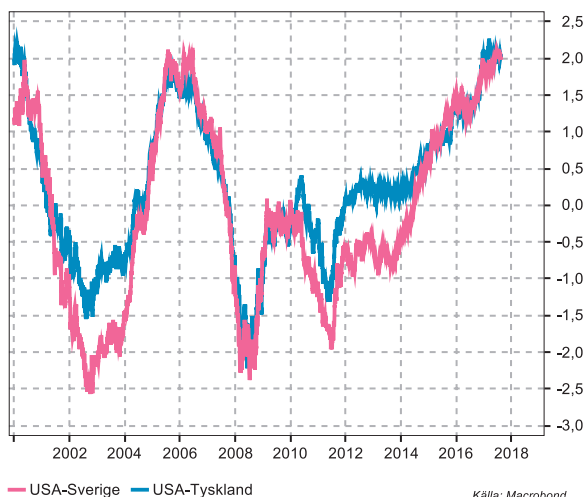
Den ändrade synen på presidenten är dock inte hela förklaringen. Även förväntningarna på penningpolitiken har förändrats. Under förra året steg inflationen, vilket skapade förväntningar om kontinuerliga räntehöjningar. Men i år har inflationstakten mattas av igen, och som följd har sannolikheten för fortsatta amerikanska räntehöjningar i år minskat, vilket har pressat ned obligationsräntor och försvagat dollarn.

Försprånget till omvärlden minskar

Så dollarns försvagning i år bygger alltså i hög grad på att förväntningar som fanns under förra året har kommit på skam. Men det finns också en underliggande förklaring som påverkar. Till skillnad från just USA har många

Ränteskillnader USA vs Tyskland och Sverige

Obligationsräntor, 2 år, procent



andra länder gått igenom recessioner de senaste åren. Den amerikanska ekonomin har därför haft ett försprång mot de flesta andra länder. Det gäller även penningpolitiken som har gått på tvärs med omvärlden. I takt med att den globala ekonomin nu stärks och den penningpolitiska stimulansfesten har kulminerat, så minskar det amerikanska försprånget. Inte minst gäller det vis-a-vis euroområdet och Sverige. Här har sannolikt även den förbättrade riskbilden i Europa, efter att framför allt det franska valet är avklarat, också bidragit. Och bland de valutor som har stärkts mest mot dollarn i år hittar vi just svenska kronan och euron.

”I det korta perspektivet antyder olika indikatorer att försvagningen av dollarn har varit lite för stor och snabb, vilket öppnar upp för en rekyl.”

USA: Dollarindex



Källa: Macrobond

Hur ser då utsikterna ut?

I ett litet längre perspektiv är det dock svårare att se dollarn som svag eller billig. Till exempel är ränteskillnaderna mellan USA å ena sidan och Sverige och Tyskland å andra fortfarande mycket stora i ett historiskt perspektiv. Det har sina naturliga förklaringar i och med att USA har legat före i både konjunkturcykeln och beträffande penningpolitiken. På litet längre sikt bör dock penningpolitiken och ränteskillnader i hög grad påverkas av tillväxtutsikterna. Och även om prognoserna fortfarande pekar på högre tillväxt i USA än i euroområdet, så krymper skillnaden mellan ekonomierna betydligt. Det talar för att också ränteskillnaden mellan

USA och europeiska länder bör minska. Och i den mån växelkurser styrs av just skillnader i räntenivåer mellan ekonomier, talar det alltså för att dollarn snarare bör försvagas på medellång sikt än stärkas.

Kronan för svag

Av störst betydelse för oss svenskar är förstås kronkursen. Att kronan har kunnat hållas nere trots urstark svensk konjunktur får ses som att Riksbanken har varit framgångsrik i det sedan flera år tillbaka pågående valutakriget. Men nu tycks det ju faktiskt som att vi närmar oss ett (mycket försiktigt) skifte i retoriken från både Mario Draghi och Stefan Ingves. SEK-förstärkning under sommaren får ses som en direkt följd av det. Vi tror dock att toleransen för fortsatt kronförstärkning är begränsad. Skulle sommarens trend hålla i sig är det troligt att Riksbanken backar i sin retorik igen. På sikt ska därför kronan stärkas.

”På kort sikt räknar vi därför med att kronförstärkningen antingen går långsammare eller tar paus. På längre sikt går det dock inte att komma ifrån att kronan är för svag och att den svenska penningpolitiken är ohållbar.”

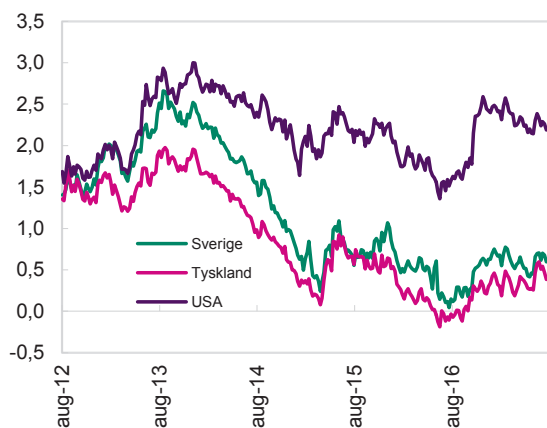
Johan Lundqvist
Makroekonom



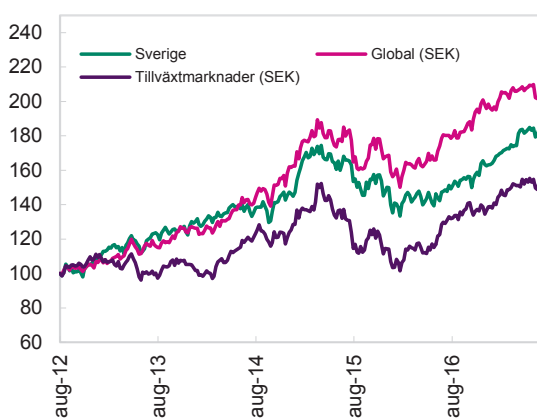
Marknadsnoteringar 2017-08-18

Aktieutveckling MSCI TR (Utveckling i SEK)		1 månad	1 år	3 år	5 år
Sverige		-4,3%	14,2%	25,1%	67,0%
Norden		-3,5%	13,4%	27,6%	82,5%
Europa		-2,4%	13,0%	25,5%	79,2%
USA		-3,5%	9,4%	51,5%	123,5%
Japan		-1,2%	9,9%	42,7%	95,4%
Brasilien		2,6%	13,8%	0,1%	1,9%
Ryssland		-2,1%	5,3%	13,2%	10,9%
Indien		-1,8%	13,1%	37,4%	92,4%
Kina		1,5%	25,0%	48,8%	99,7%
Världsindex		-2,8%	10,7%	38,8%	94,7%
Tillväxtmarknader		-1,5%	15,0%	25,0%	49,8%
Valutor	Nivå	1 månad	1 år	3 år	5 år
USDSEK	8,12	-2,2%	-2,8%	18,4%	21,6%
EURSEK	9,55	-0,5%	0,7%	4,2%	15,8%
GBPSEK	10,45	-3,5%	-4,9%	-8,9%	-0,4%
EURUSD	1,18	1,8%	3,6%	-12,0%	-4,7%
Råvaror	Nivå (USD)	1 månad	1 år	3 år	5 år
Olja (WTI Crude, 1st future)	48,5	4,5%	0,6%	-49,7%	-49,5%
Olja (Brent Crude, 1st future)	52,7	7,9%	3,6%	-48,1%	-53,6%
Guld (Spot)	1 284,0	3,2%	-5,0%	-1,1%	-20,8%
Styrräntor	Nivå (%)	1 månad (bps)	1 år (bps)	3 år (bps)	5 år (bps)
Riksbanken	-0,50	0,0	0,0	-75,0	-200,0
ECB	0,00	0,0	0,0	-15,0	-75,0
Fed	1,25	0,0	75,0	100,0	100,0
Statsobligationer	Nivå (%)	1 månad (bps)	1 år (bps)	3 år (bps)	5 år (bps)
Sverige 2 år	-0,65	2,7	-1,1	-90,4	-158,7
USA 2 år	1,31	-4,2	60,4	89,0	102,3
Tyskland 2 år	-0,70	-6,7	-8,1	-70,1	-68,1
Sverige 10 år	0,63	-4,7	55,5	-98,0	-90,3
USA 10 år	2,19	-6,5	65,8	-19,9	38,9
Tyskland 10 år	0,41	-14,0	49,6	-60,0	-109,5

Statsobligationsräntor, 10 år



Aktieindex (utveckling i svenska kronor)



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

Information och åsikter som uttrycks i annonser från andra företag än Skandia är dessa företags egna och baseras på företagens egna bedömningar. Skandia ansvarar inte för innehållet i annonser och ställer inga garantier och gör inga utfästelser vad gäller riktighet, tillförlitlighet eller fullständighet av lämnad information. Den som tar del av annonser ska vara medveten om att dessa inte innebär något erbjudande om köp eller försäljning av finansiella instrument, någon uppmaning till sådana transaktioner eller något råd från Skandias sida.

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

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