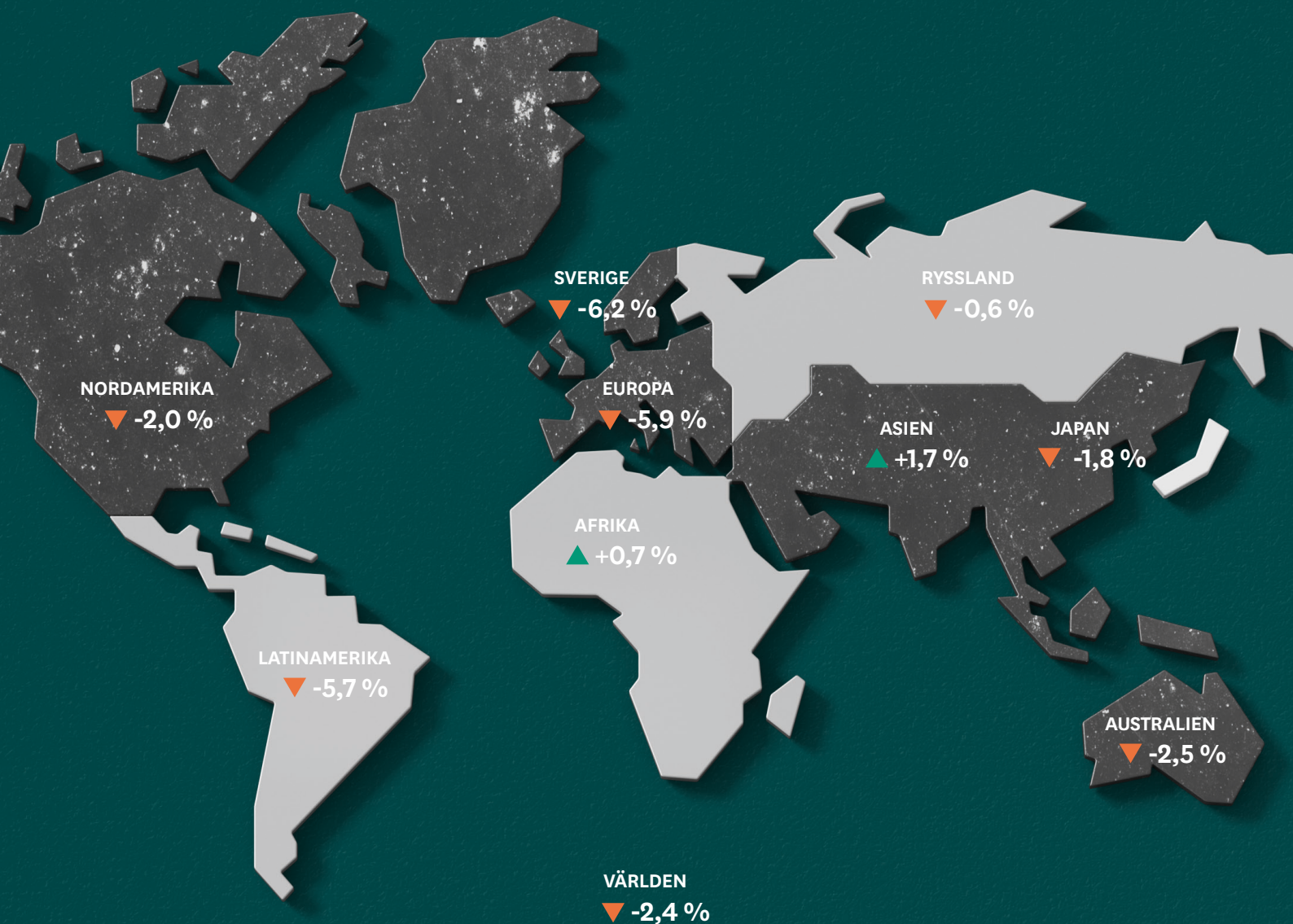


Marknadsbrev

December 2018



skandia :

Börsutveckling 1/11–6/12, 2018 i svenska kronor

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

Börsen: Mellan hopp och förtvivlan

Efter breda börsfall i oktober, har oron fortsatt under hösten. Initialt kretsade turbulensen kring amerikanska teknikbolag, men gradvis har nervositeten spridit sig till fler sektorer och marknader. Handlar det om obefogade nedgångar eller är börsoron en signal på att vi går mot sämre tider?

Déjà vu från januari–februari

Optimismen i början av november blev kortvarig och gradvis återvände oron under månaden. Flera av de stora börsindexen har tappat omkring 10 procent under de två senaste månaderna. Höstens börsutveckling påminner om hur det såg ut i början av året. Även då backade flertalet börsindex omkring 10 procent. Men det finns även betydande skillnader. Efter raset i början av året pekade mycket på att 2018 skulle bli ett bra år för aktier. Vinstprognoserna visade på rejäla lyft, den ekonomiska statistiken hade ännu inte börjat mattas av, och vare sig handelskriget mellan USA och Kina eller den italienska huvudvärken hade börjat. Det fanns därmed goda skäl för börsen att vända upp igen, vilket den också som bekant gjorde.

Mycket har förändrats under året

Den här gången ser förutsättningarna mer besvärliga ut. Vinstprognoserna

pekar nu på en påtaglig inbromsning nästa år samtidigt som den ekonomiska statistiken mattas av på allt bredare front. Vidare har riskerna kopplade till Italiens budget, Brexit och handelskonflikten mellan USA och Kina vuxit. Dessutom har oron spridit sig till kreditmarknaderna på senare tid, där ränteskillnaderna mellan stats- och företagsobligationer har vidgats. Skälen för börsen att stiga är därför svagare i nuläget än i början av året.

Börsen blickar framåt

Det är inte alltid helt enkelt att förstå budskapen som marknaderna sänder oss. Börsen är vanligtvis en mycket bra framåtblickande indikator. Det innebär att den i första hand avspeglar det som väntar lite längre fram snarare än det rådande ekonomiska klimatet. En tolkning är därför att börsen "prisar in" en fortsatt försvagning av konjunkturen. Det skulle i så fall innebära att företag-

ens vinster kommer växa i långsammare takt framöver, vilket är förenligt med lägre avkastning på aktier.

Även den penningpolitiska utvecklingen, där centralbankerna höjer räntor och/eller minskar på andra stimulanser, bidrar till marknadsoron. Det är symptomatiskt att både den oro vi såg i början av året och nu under hösten har utlösts av branta ränteuppgångar i USA. Stigande räntor är sällan bra för aktier, och när det sker samtidigt som konjunkturen svalnar är det ännu sämre nyheter.

Ökad oro är befogat

Givet den avmattning vi ser i den globala konjunkturen och signalerna från centralbankerna är det fullt rimligt att oron på marknaderna stiger. En naturlig följdfråga blir ofrånkomligen: Vad händer närmast – är oron övergående eller början på något större? Det kan vi inte veta, men vi kan konstatera att många



Johan Lundqvist
Makroekonom

Avkastning på världsindex 2018
Procent





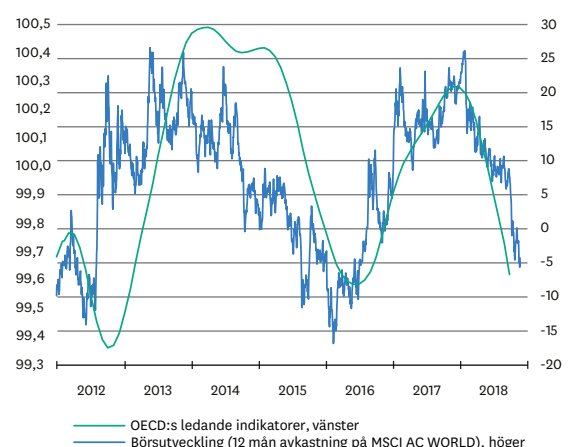
Riskerna kopplade till Brexit och handelskonflikten mellan USA och Kina har vuxit.

ekonomier befinner sig sent i den ekonomiska cykeln samtidigt som allt fler centralbanker stramar åt penningpolitiken. Vi anser att det ökar risken på marknaderna, och som sparare måste man därför vara inställd på att turbulensen vi har sett i år kommer att hålla i sig. I en sådan miljö är behovet av en genomtänkt portfölj som störst.

Se över din portfölj

Rent konkret innebär det att se över risknivån i sparandet. Som alltid bör pengar som ska användas under kommande år, inte vara placerade på börsen, och en portfölj med 100 procent aktier lämpar sig endast för långsiktiga sparare. Men för alla däremellan – de som är ”ganska” långsiktiga eller som inte vill riskera ”allt för stor del” av kapitalet – är det hög tid att ägna en stund åt portföljen. I höstens utgåva av Placeringsutsikter skrev vi att den viktigaste fråga som sparare har att ställa sig är: ”Hur mycket av gångna års uppgångar är jag beredd att riskera för möjligheten att kunna fortsätta få avkastning?”. Den frågan är inte mindre aktuell nu och tål att upprepas. ●

OECD:s ledande indikatorer och börsavkastning
Index och procentuell förändring i årstakt



Varningstecken från kreditmarknaden i november

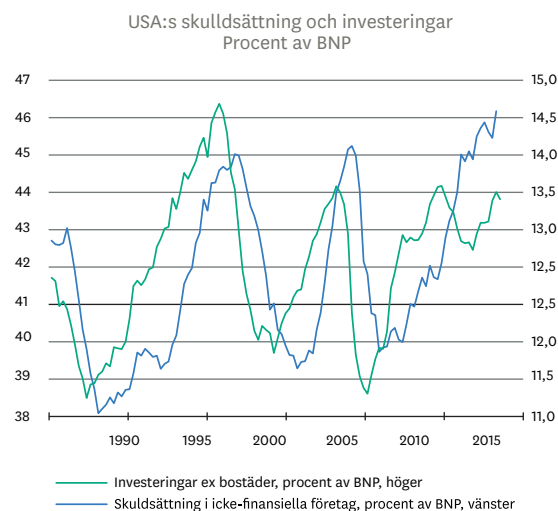
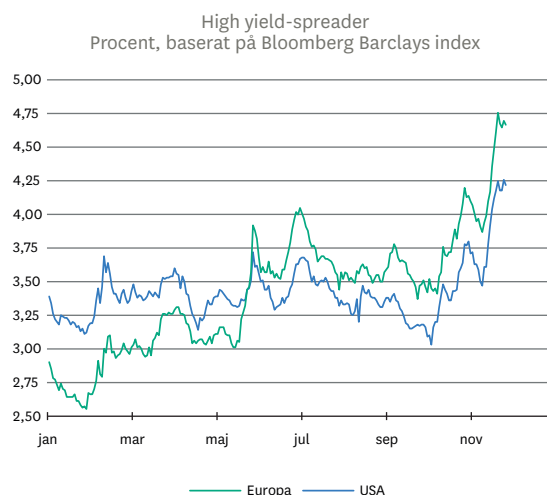
Under året har ränteskillnaderna mellan företags- och statsobligationer ökat på flera håll och i november såg vi särskilt stora rörelser inom högriskobligationer. Att investerare kräver högre kompensation för att låna ut pengar till företag är ett kvitto på att riskviljan tryter. Möjligen har vi sett slutet på de senaste årens avslappnade attityd till risk när nu tiden med billiga pengar håller på att ta slut.

Isolerade öar eller topp på isberg?

I november ökade de så kallade *kreditspreadarna* – ränteskillnaden mellan företagsobligationer och statsobligationer – att vidgas. Framför allt var det räntor på obligationer från företag med låg kreditvärdighet (high yield) i USA som steg. Tidigare under året har räntan på investment grade-obligationer ökat. Även i Europa har ränteskillnaderna stigit under året. Ett särskilt uppmärksammat fall under månaden var amerikanska General Electric (GE) som fick se räntan på sina obligationer stiga i rask takt. Företagets stora skulder och problem inom vissa divisioner ledde till att dess kreditbetyg sänktes, och på marknaderna spekulerades det i ytterligare sänkningar. GE må ha varit det mest uppmärksammade problembolaget under den gångna månaden, men inte det enda. Den stora frågan nu är om GE och andra skuldyngda bolag utgör isolerade öar i ett annars stabilt hav eller om dessa företag snarare utgör toppen av ett isberg. Den frågan är svår att svara på eftersom den inte bara beror på bolagens faktiska finansiella situation utan även på hur marknaden bedömer deras risker.

Ständigt ökade risker

I flera års tid tycks det som att marknaden har haft en nästan outtröttlig acceptans för risk. Räntenivåerna på högriskobligationer har sjunkit stadigt (fram till i november) och dessutom har utlåningen till redan högt skuldsatta företag vuxit explosionsartat. Dessa så kallade *leveraged loans* fick nyligen IMF att varna för de risker som de för med sig. Det handlar dels om volymerna av lån som förra året passerade den tidigare rekordnoteringen före finanskrisen. Vidare har kvaliteten på lånen sjunkit i takt med att de mest riskfyllda lånen inom kategorin har vuxit samtidigt som skydden för investerare allt oftare plockas bort och villkoren för lånen har blivit lösare. Dessutom har transparensen minskat eftersom lånen allt oftare klumpas samman i en finansiell produkt som säljs vidare. Om det låter bekant, så beror det förmodligen på att detta förfarande användes med amerikanska bostadslån under åren före finanskrisen med förödande resultat.



Ökade skulder, men tröga investeringar

Växande skulder behöver inte vara ett problem om företagen som tar lånen använder dem till att göra produktiva investeringar som kommer lyfta framtida lönsamhet. Problemet är bara att så inte tycks ha skett. För medan skuldsättningen bland företagen har ökat i stadig takt de senaste åren, så har investeringarna stått och stampat. Det ger en indikation om att bolagen använder pengarna till annat som till exempel att köpa tillbaka egna aktier eller på andra sätt skifta ut kapital till ägarna. På kort sikt är det positivt för aktiekurserna, men på lång sikt sänker det avkastningspotentialen samtidigt som riskerna ökar. Högt skuldsatta företag med stora investeringsbehov tenderar att vara motsatsen till en framgångsrik investering.

Varför sker detta nu?

Även om bolags- och sektorspecifika faktorer finns med i bilden, så är vår bedömning att oron har sin grund i det penningpolitiska skiftet. Från finanskrisen och fram till i år har världens centralbanker injicerat flera tusen miljarder dollar i det finansiella systemet, vilket har eldat på riskapiten och blåst upp tillgångspriser. I år ser vi upprepade räntehöjningar och tillbakadragen likviditet i USA, minskat likviditetsstöd från ECB – som dessutom är på väg att avslutas – och spridda räntehöjningar från flertalet andra centralbanker. Att det i sin tur leder till ökad marknadsturbulens är fullt rimligt, för det innebär att priset på risk successivt börjar sättas av marknaden igen – utan att influeras av centralbankerna.

Stigande amerikansk ränta, riskerar att sätta press på de mest skuldsatta bolagen.

Normalisering eller varningssignal?

Om antagandet att centralbankernas likviditetsinjektioner har satt marknadskrafterna ur spel stämmer, kan vi tolka turbulensen i november som att marknaden nu håller på att hitta ett marknadsmässigt jämviktspris på risk som är högre än det artificiella. Då handlar det om en normalisering snarare än om försämrade utsikter. Men om vi samtidigt tar i beaktande årets ekonomiska utveckling är det också rimligt att tolka rörelserna på kreditmarknaderna som varningssignaler. Det handlar dels om avmattningen vi har sett i den globala konjunkturen i år (som vi bedömer när USA nästa år). Även stigande amerikansk ränta, riskerar att sätta press på de mest skuldsatta bolagen. Dessutom har vi den branta nedgången för oljepriset under hösten som riskerar att utlösa konkurser bland energibolagen. Sammantaget anser vi att ökade kreditspreadar är motiverat givet förutsättningarna.

Svårt se potential i företagsobligationer

Det var mot bakgrunden av minskat likviditetsstöd från centralbanker och avmattningen i konjunkturen som vi rekommenderade sparare att minska innehavet i företagsobligationsfonder i senaste numret av Placeringsutsikter. Vi skrev då att riskerna för dåliga utfall hade ökat, och det är också vad vi har sett under hösten. Den bedömningen kvarstår. Vi anser inte att potentialen är tillräcklig för att motivera den höga risken. November blev en väckarklocka för investerare. Kreditmarknaderna påminde om att de senaste årens avslappnade attityd till risk har nått sitt bäst före-datum. ●



Räntehöjning till jul – sedan paus

Bara dagar före julafton meddelar Riksbanken sitt räntebesked. Osäkerheten är ovanligt stor den här gången, och inflationsutfallet för november kan bli avgörande. Vårt huvudscenario är att repo-räntan höjs, men att det följs av signaler om en stor återhållsamhet med räntan framöver.

Det är inte helt enkelt att få en bra överblick av tillståndet i svensk ekonomi. Under året har dessutom ekonomin blivit allt mer tudelad. Medan industrins stämningsslåge fortsätter att ligga på topp med stöd av stora orderstockar, har hushållen blivit allt mer pessimistiska. Även inom tjänstesektorn har optimismen svalnat och företagen upplever nu den svagaste efterfrågeutvecklingen på fem år.

Även om tillväxtsiffrorna för tredje kvartalet, som visade att BNP krympte för första gången på flera år, drogs ned av tillfälliga faktorer, så är vår bedömning att svensk ekonomi har passerat sin topp och att konjunkturen svalnar av framöver. Den främsta anledningen är minskade bostadsinvesteringar som drar ned BNP-tillväxten nästa år. Vi ser även frågetecken gällande hushållens konsumtion – till följd av fortsatt osäkerhet på bostadsmarknaden. De senaste månaderna har bostadspriserna stabiliserats, men vi kan inte utesluta att priserna vänder ned igen om Riksbanken signalerar nya räntehöjningar, börsturbulensen består eller om konjunkturen visar tydliga tecken på att vika. Ytterligare en utmaning är den internationella avmattningen som ännu inte tycks ha påverkat industrin men som – om den håller i sig – kommer börjar märkas efter hand. Sammantaget räknar vi med något lägre BNP-tillväxt nästa år samt att riskerna har ökat.

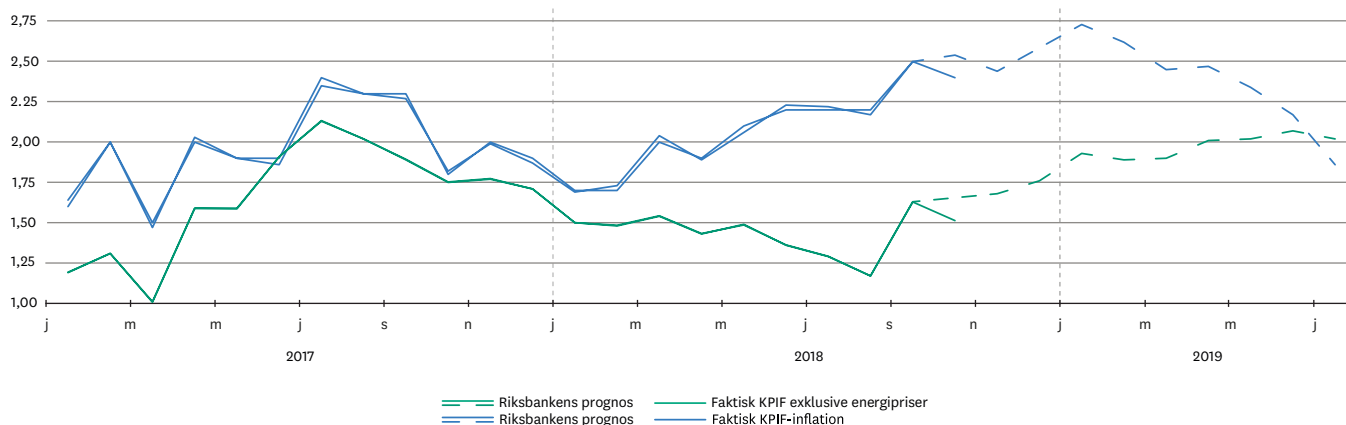
Envist låg inflation

Konjunkturutvecklingen är viktig för Riksbanken, men i fokus står som bekant inflationen, som envist fortsätter att kretsa kring låga nivåer. Trots minusränta och andra stimulanser, trots högkonjunktur och trots att det råder skriande brist på kompetent personal i Sverige, så vill prisökningstakten inte ta högre fart. Sedan i maj har visserligen inflationen, mätt som Riksbankens målvariabel KPIF, faktiskt varit över 2 procent, men det beror på uppgången för energipriser, som Riksbanken bedömer som övergående. Den underliggande inflationen, exklusive energipriser har istället mattats av sedan förra sommaren.

En ”mjuk” höjning

Nästa inflationssiffra (för november) presenteras den 12 december. Riksbanken kommer därför kunna väga in den siffran i sitt beslut. Efter förra månadens besvikelse blir nästa utfall särskilt viktigt. Men förutsatt att avvikelsen inte blir allt för stor mot Riksbankens prognos blir dock huvudscenariot att räntan höjs den 20 december. Att avstå i december och återigen skjuta upp höjningen skulle skapa ny osäkerhet kring Riksbankens kommunikation. Men givet ökad osäkerhet både i svensk ekonomi och i omvärlden och inte minst fortsatt låg inflation kommer direktionen vara försiktig med sin guidning

Sverige: KPIF-Inflation med och utan energipriser
Procent





Det har under hösten blivit allt tydligare att svensk ekonomi har passerat sin topp och att tillväxten blir mer dämpad framöver.

framåt. En sådan ”mjuk” höjning där Riksbanken indikerar återhållsamhet med räntan framöver minskar risken att hus-hållen och de finansiella marknaderna skräms upp. Det ska dock understrykas att osäkerheten kring decemberhöjningen är stor, och nästa inflationssiffra som släpps efter att marknadsbrevet har publicerats kan bli avgörande.

Snart dags att sänka igen?

Oavsett om räntehöjningen i december blir av eller ej, blir frågan hur mycket Riksbanken kommer hinna höja räntan innan det är dags att fundera på att sänka igen. Det gäller dock inte bara Riksbanken. Inte minst i USA har tvivlen ökat på att Fed kommer kunna behålla sin prognos om tre höjningar nästa år, vilket bekräftas i prissättningen på de finansiella marknaderna. Anledningen är ökad oro för uthålligheten i konjunkturen. Det tål dock att upprepas att det är inflationen – inte konjunkturen – som kommer styra Riksbankens beslut. Inflation tenderar att dyka upp sent i konjunkturcykeln. Vi kan därför inte utesluta ett scenario där inflationen stiger under 2019, trots att konjunkturen svalnar av ytterligare. Det skulle i så fall sannolikt leda till att räntan höjs i snabbare takt. Det kommer i så fall att bli en kortvarig räntehöjningscykel. ●

Begränsning av ansvar

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

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

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

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

Medverkande

Johan Lundqvist
Makroekonom

Foto och renderingar

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

Källa till grafer

Macrobond

Publiceringsdatum

December, 2018