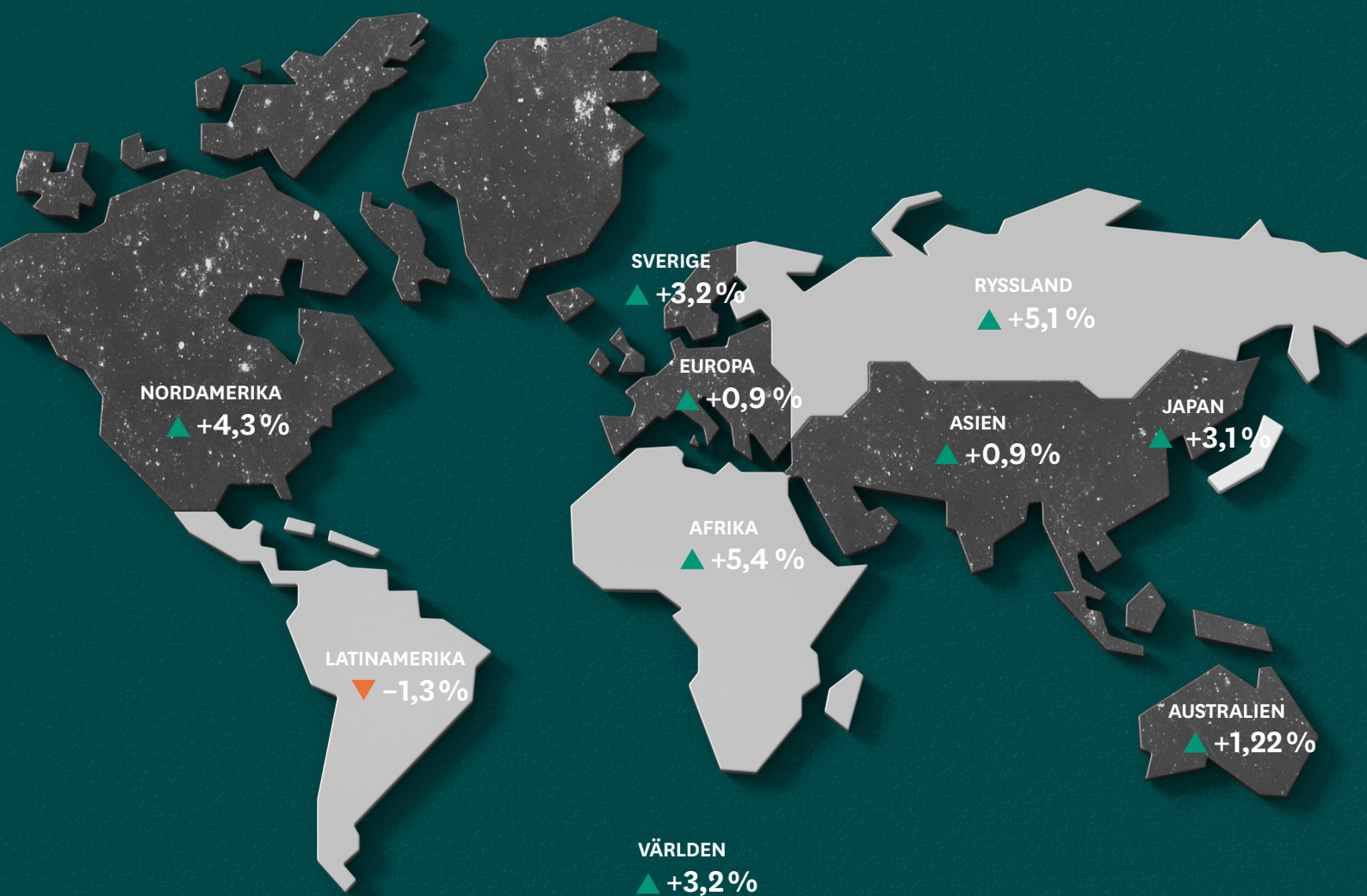


# Marknadsbrev December 2017



# Marknadsbrev

## December 2017

### **Vad säger åtta år av börsuppgång om 2018? / Sid 3**

Årsskiftet närmar sig och vi kan konstatera att 2017 har bjudit på godsaker som en allt starkare världsekonomi, stigande börser och mycket låga räntor. Om man bortser från att börserna överlag är dyra startar 2018 med fina förutsättningar för aktier. Lika viktigt som att se möjligheterna är dock att ha koll på riskerna.

### **Under 2018 håller vi ett extra öga på Kina / Sid 5**

När vi nu håller på att stänga böckerna för 2017 kan vi blicka tillbaka på ett år då tillväxten i världsekonomin tog fart. Men hur ser det ut inför nästa år – fortsätter ekonomin att förbättras? Nja, högkonjunkturen fortsätter och recessionsriskerna är fortsatt låga, men så mycket högre tillväxt blir det sannolikt inte.

### **Asien i topp när vi summerar 2017 / Sid 8**

Samtliga världens aktiemarknader ser ut att avsluta börsåret på plus. Bäst har det gått i Asien, delvis tack vare stora uppgångar i kinesiska teknikbolag. Inför 2018 ser vi fortsatt potential i Europa, men har svårt att hitta argument för bottenfiske i Latinamerika och EMEA.

### **Bostäderna dikterar villkoren för konjunkturen/ Sid 11**

Det går bra för svensk ekonomi. Riktigt bra till och med. Den starka utvecklingen på bostadsmarknaden har spelat en nyckelroll i konjunkturförstärkningen. Men höstens boprisnedgång har skickat en påminnelse om riskerna som lurar under ytan.

### **Teknikhause på börserna / Sid 13**

Det finns en sektor som gått bättre än andra på börserna i år – teknik-sektorn. Men trots den stora uppgången är det svårt att se teknikhousen som en bubbla.

### **Skandias fondmodellportföljer – oktober 2017 / Sid 15**

Läs mer om vilka förändringar vi gör i årets sista uppdatering av modellportföljerna.

# Vad säger åtta år av börsuppgång om 2018?

Årsskiftet närmar sig och vi kan konstatera att 2017 har bjudit på godsaker som en allt starkare världsekonomi, stigande börser och mycket låga räntor. Om man bortser från att börserna överlag är dyra startar 2018 med fina förutsättningar för aktier. Lika viktigt som att se möjligheterna är dock att ha koll på riskerna.

En av de vanligaste frågorna just nu är hur länge den nuvarande börsuppgången kan pågå. Det är den nästa längsta uppgången i modern tid och marknaden har befunnit sig i en stigande trend i över åtta år. Historiskt har stora kriser inträffat var tionde år (1987, 1997, 2007 och några gånger däremellan), och en genomsnittlig konjunkturcykel är bara 5–7 år lång. Det har vi passerat nu. Frågan är dock vad en historisk jämförelse säger om framtiden med tanke på att vi lever i en tid med ekonomiska förutsättningar som aldrig tidigare skådats.

Om vi för ett ögonblick glömmet bort hur börserna har utvecklats sedan 2009 och hur lång en genomsnittlig konjunkturcykel brukar vara, och istället fokuserar på förutsättningarna här och nu – ja, då är de faktiskt väldigt goda. Konjunkturen stärks synkroniserat i stora delar av världen, och antalet länder som befinner sig i recession är mycket lågt. En titt i företagens resultaträkningar visar att vinsterna stiger på bred front. Att inflationen fortfarande lyser med sin frånvaro talar för att centralbankerna kommer att fortsätta hålla räntorna låga och använda sedelpressarna för att öka likviditeten på marknaden ännu en tid. Det stimulerar såväl hushåll som företag och är positivt för risktillgångar som aktier.

Frågan är varför börserna skulle vända ner nu, om den orkat stiga när vinsterna under årtal gått i sidled och konjunkturen vacklat? Den kortsiktiga trenden när vi går in i 2018 är av allt att döma stark. Långsiktigt finns det däremot ett antal risker att förhålla sig till som gör att vi anser att balansen i portföljen är av stor vikt.



**Maria Landeborn**  
Sparekonom





### **Två potentiella risker med höga värderingar**

Vi har sagt det förut och vi säger det igen – förutsättningarna är goda, men världens börser är dyra till följd av de ljusare utsikterna, samt på grund av bristen på alternativ till aktier. Men även om det går att argumentera för att höga värderingar är motiverat, betyder det fortfarande att den potentiella avkastningen framöver är lägre än den varit historiskt. De höga värderingarna kan liknas vid att marknaden sprungit i förväg och har tagit ut en del av segern i förskott. Följden är att besvikelser i konjunktur eller vinster riskerar att ge kraftiga rekylar när marknaden lika snabbt får kalla fötter. Nu var det länge sedan vi upplevde en besvikelse tillräckligt stor för att ge mer än en krusning på marknaden, men det betyder inte att det inte kommer.

Med höga värderingar följer alltså två potentiella risker – att den långsiktiga avkastningen blir lägre framöver, samt att fallhöjden är högre om något går fel.

### **Starkare tillväxt – början till slutet för stimulansfesten**

År 2017 växte obligationsinnehaven för världens tre största centralbanker (Fed, ECB och BoJ) till över 14 biljoner dollar till följd av ytterligare ett år med omfattande obligationsköp. Enligt en summering från Bank of America har världens centralbanker nu sänkt räntorna över 700 gånger sedan finanskrisen bröt ut.

Någon gång de närmaste åren kommer den globala penningpolitiken att se annorlunda ut. Feds räntehöjningar och den bantning av balansräkningen som påbörjades i oktober är en milstolpe på vägen. Åtstramningen har dessutom skett i frånvaro av stigande inflation, snarare baserat på att den starka tillväxten i ekonomin är på väg att orsaka resursbrist. I USA växer ekonomin nu över sin potential och arbetslösheten är den lägsta på 17 år. Det bör innebära stigande löner och högre inflation framöver.

Risken finns att de skattesänkningar som är på gång i USA kommer att fungera som tändvätska på en redan brinnande brasa. Fed har redan börjat strama åt, och klubbas skattesänkningarna igenom är det mycket möjligt att de kommer att gå snabbare fram än vad marknaden väntar sig.

I takt med att konjunkturcykeln mognar, tillväxten stärks och arbetslösheten minskar även i andra stora regioner som Europa, bör det förr eller senare leda till att andra centralbanker gör samma sak som Fed, även om det kan dröja ett tag till. Baserat på den starka tillväxten drar vi slutsatsen att den mest uppslupna delen av den stora stimulansfesten av allt att döma redan har varit, även om partyt fortfarande pågår. Ultralåga räntor och ett överflöd av likviditet har definitivt gynnat börsen och förmodligen ekonomin, men samtidigt har det ökat skuldsättningen i världen och snedvridit förhållandet mellan risk och avkastning. Ett tydligt exempel på det är att europeiska bolag med låg kreditvärdighet (high yield) under hösten har lånat pengar billigare än den amerikanska staten.

Den penningpolitiska stimulansnedtrappingen fortsätter i mycket långsam takt under 2018, men på sikt är stigande räntor och minskad likviditet en viktig risk att ha koll på. Det kommer att innebära att förhållandet mellan risk och avkastning vrids tillbaka, vilket är negativt för högriskstillgångar. Räntekänsligheten i en värld med rekordhög skuldsättning kommer också att sättas på prov förr eller senare. Det kommer vi att få uppleva på nära håll den dag Riksbanken höjer styrräntan i och med svenska hus hålls höga skuldsättning.

### **Risk och avkastning vs stabilitet och värdebevarande**

Höga värderingar, rekordhög skuldsättning och stramare penningpolitik är några risker att ha koll på framöver, men det finns fler. En eventuell kinesisk skuldbubbla kan få stora effekter på världsekonomin, vilket vi skriver om på nästa sida. Konflikter i världspolitiken är en annan faktor som kan lägga sordin på stämningen. Dessutom finns alltid risker som vi inte ser förrän de står för dörren.

Att tro på en ”ny ekonomi” eller ”superkonjunktur” har hittills alltid visat sig vara ett misstag. Även om förutsättningarna faktiskt är annorlunda den här gången med stark konjunktur i kombination med låg inflation och nollräntor, har även den här konjunkturcykeln och börsuppgången ett bäst före-datum. Ännu ser det dock inte ut att ha passerats. Eftersom det är omöjligt att veta när det sker skulle jag återigen vilja slå ett slag för vikten av balans mellan risk och möjlig avkastning å ena sidan, och stabilitet och värdebevarande å andra sidan. De som har haft pengar placerade på börsen de senaste åren har fått en oerhört fin avkastning, och det är klokt att vara ödmjuk inför det faktumet när vi nu går in i placeringsåret 2018. ●

# Under 2018 håller vi ett extra öga på Kina

När vi nu håller på att stänga böckerna för 2017 kan vi blicka tillbaka på ett år då tillväxten i världsekonomin tog fart. Sammantaget ser det ut som att global BNP växte ungefär en halv procentenhet snabbare i år jämfört med i fjol. Men hur ser det ut inför nästa år – fortsätter ekonomin att förbättras? Nja, högkonjunktoren fortsätter och recessionsriskerna är fortsatt låga, men så mycket högre tillväxt blir det sannolikt inte.

Något av det mest otacksamma med att göra framtidsspaningar är att man redan på förhand vet att chansen att få rätt är mindre än risken att ha fel. Det finns helt enkelt för mycket som kan hända som vi omöjligtvis kan förutse. Och än mindre kan vi förutse vilken av alla händelser under ett år som kommer sätta störst avtryck i börskurserna. Med jämna mellanrum finns det dock skäl att vara tacksam när man har fel. Vi tillhörde till exempel skaran som för ett år sedan trodde att politik – i form av ny amerikansk president, Brexit-förhandlingar och multipla europeiska val – skulle orsaka osäkerhet på marknaderna i år. Facit blev det rakt motsatta: 2017 blev ett av de lugnaste börsåren på länge – någonsin kanske till och med. Det får vi som sagt vara tacksamma för – farhågorna var trots allt större än förhoppningarna inför förra årsskiftet.

## 2017: Prognoserna höll

Den uteblivna politiska oron är dock bara en delförklaring till styrkan på börserna. För fram till i år har världsekonomin betett sig lite som Sverige runt månadsskiftet mars/april.

Vi får en varm dag, tar fram vårskorna och ser fram emot vårsolen för att nästa morgon vakna upp till snöblandat regn. I världsekonomin fall handlar det om att vi får några positiva konjunktursignaler och skriver upp våra prognoser, för att nästa kvartal inse att det var för tidigt – lyftet dröjer ytterligare ett tag. Den här gången växlade dock konjunktoren upp på riktigt och drog med sig bolagsvinsterna upp. Men precis som vi av erfarenhet vet att det finns en inte helt försumbar risk att den svenska sommaren blir en regnig historia, vet vi också att en konjunkturförstärkning riskerar att skapa inflation. Men när inflationshotet vi såg runt förra årsskiftet visade sig vara falskt alarm – då fanns det ingenting som kunde stoppa börserna längre – ett ihållande högt tryck hade parkerat sig över aktiemarknaden.

## Inför 2018: Urstarka barometrar, men merparten av lyftet bakom oss

Så hur ser då utsikterna för 2018 ut? Jo, riktigt bra faktiskt. Framåtblickande indikatorer av olika slag tecknar en osedvanligt stark bild av konjunktoren.



Stabiliseringen och förbättringen av Kinas konjunktur de senaste åren är en central förklaring till uppsvinget i den globala ekonomin.



Faktum är att om vi endast ser till konjunkturbarometrarna, så finns det goda skäl att tro att tillväxten kommer öka lika mycket även nästa år. Vår bedömning är dock litet mer konservativ. Någon eller ett par tiondelars högre tillväxt är förvisso möjligt, men mycket mer än så räknar vi inte med. Anledningen är dels att flera av de stora ekonomierna redan växer över sin potential – det kan de fortsätta göra ett bra tag till, men att *öka ytterligare* blir desto svårare. Den andra anledningen är att Kina har siktet inställt på lägre tillväxt nästa år. Tillsammans gör det att det är svårt att se utrymme för ett substantiellt lyft i global BNP under 2018.

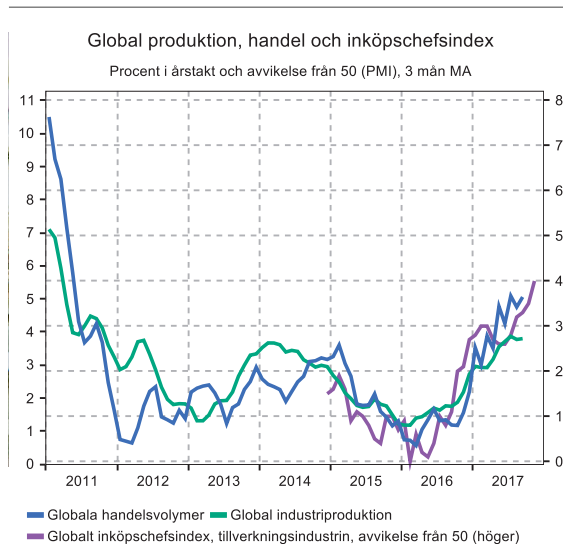
### Ökat fokus på Kina 2018

Under det senaste året har världen varit upptagen med Donald Trump, europeiska val och det outröttliga fokuset på penningpolitiken. Nästa år kan dock Kina hamna i rampljuset. För stabiliseringen och förbättringen av Kinas konjunktur under 2016–2017 är en central förklaring till uppsvinget i den globala ekonomin. Under hösten har vi dock fått allt fler signaler från Kina på att myndigheterna kommer prioritera arbetet med att minska de finansiella riskerna i ekonomin, med lägre BNP-tillväxt till följd. Att de kinesiska prioriteringarna håller på att skifta illustrerades kanske tydligast när centralbankschefen Zhou Xiaochuan i samband med partikongressen i oktober varnade för ett *Minsky moment* – dvs. ett läge där den finansiella ekonomin kollapsar efter att en förlängd period av lugn har skapat övermod och överdrivet risktagande. Lehman Brothers kollaps och finanskrisen för nio år sedan är ett träffsäkert exempel på ett *Minsky moment*.

Att en centralbankschef svänger sig med så drastiskt språkbruk är häpnadsväckande och skulle kunna utlösa regelrätt panik på marknaderna. *Vad vet han som inte vi vet?* Reaktionen har dock varit förhållandevis dämpade. Kinesiska räntor har förvisso stigit, ränteskillnader mellan stats- och företagsobligationer har ökat och fastlandsbörserna har haft några dagar av nedgång, men det är inga överdrivna rörelser. Marknaderna tycks alltså inte se en nära förestående kollaps i det finansiella systemet och det har de förmodligen rätt i.

### Höga risker, men lite perspektiv, tack

Det går förvisso att skissa på ett mardrömsscenario där stigande lånekostnader, till följd av högre räntor och stramare regelverk, i kombination med lägre tillväxt börjar utlösa konkurser som leder till förluster i det finansiella systemet. Det i sin tur utlöser snöbollseffekter med fallande förtroende och i värsta fall panik på de finansiella marknaderna. Investerar-oraklet Warren Buffetts citat *Det är först när tidvattnet drar sig tillbaka som vi ser vem som har simmat naken* (fritt översatt) är en bra illustration av de risker som uppstår i en ekonomi som under lång tid har eldats på av stimulanser i jakt på de där extra decimalerna på BNP-siffran.





Ett sådant mardrömsscenario, inspirerat av Murphys lag, får dock betraktas som förhållandevis avlägset. Till att börja med är myndigheternas skiftade fokus på de finansiella riskerna inte samma sak som en regelrätt åtstramning. Det rör sig om mer försiktiga och gradvisa åtgärder. Vidare ska storleken på inbromsningen i tillväxten inte överdrivas – det handlar om kanske en halv procentenhet och den nominella tillväxten, som har större koppling till bolagsvinsterna, kommer fortsätta att vara hög. Dessutom: Myndigheternas plan är det enda rätta. Att svaga, ofta halvstatliga, företag går under och lämnar plats för mer produktiva och innovativa bolag är positivt för ekonomin på sikt. Det minskar behovet av statligt stöd och styrning samt skapar en starkare och mer konkurrenskraftig ekonomi. Men vägen dit blir sannolikt inte en spikrak, problemfri resa.

#### **Sensommaren tar vid**

Bortsett från de finansiella riskerna i den kinesiska ekonomin återstår frågan hur *världsekonomin påverkas av lägre tillväxt i Kina nästa år*. Som vi skrev ovan var ju Kinas uppväxling 2016–2017 en viktig trigger för att få fart på världsekonomin. Innebär då nästa års nedväxling att världsekonomin tappar fart? Nej, vi tror inte det. Kina behövdes som just trigger, men nu tycks världsekonomin vara allt mer självgående. Konjunkturen har tagit ett ytterligare steg och investeringarna ökar. Den inhemska efterfrågan i andra stora ekonomier har också stigit, och den är mindre känslig för utvecklingen i Kina. Världen står helt enkelt på stadigare fötter inför 2018 än för några år sedan.

Om vi återknyter till väderanalogin i början av texten ser det ut som att världsekonomin går in i någon slags sensommar under 2018 i takt med att konjunkturen blir allt mer mogen. Möjligen blir tillväxten någon eller ett par tiondelar högre, men det stora lyftet skedde i år. Huvudscenariot blir därmed en fortsättning på 2017, vilket inte är fy skam. Sensommar tenderar förvisso att följas av höst, vilket i det här fallet betyder lågkonjunktur, men vi är av uppfattningen att hösten dröjer. Recessionsriskerna är fortfarande ganska små och eftersom inflationen ännu lyser med sin frånvaro är räntehotet än så länge avlägset även om volymen på stimulansfesten skruvas ned nästa år. ●



**Johan Lundqvist**  
Makroekonom

# Asien i topp när vi summerar 2017

Samtliga världens aktiemarknader ser ut att avsluta börsåret på plus. Bäst har det gått i Asien, delvis tack vare stora uppgångar i kinesiska teknikbolag. Inför 2018 ser vi fortsatt potential i Europa, men har svårt att hitta argument för bottenfiske i Latinamerika och EMEA. I Sverige har bostadsmarknaden länge funnits med bland potentiella risker, men det är först under hösten den aktualiserats på allvar.



### Asien briljerar

Bäst i år har Asien utvecklats med en uppgång på över 25 procent i svenska kronor. Att Asien har gått så bra beror bland annat på att den kinesiska börsen stigit kraftigt till följd av stora uppgångar i teknikbolag som Tencent och Alibaba, bolag som nu handlas till höga värderingar. Mer om teknikbolagen i Kina och USA samt (o)likheterna med It-bubblan vid millennieskiftet finns att läsa på sidan 13 i marknadsbrevet. Långsiktigt anser vi att Asien, med hög tillväxt och växande medelklass, är en region att övervikta i portföljen. Men det finns också risker kopplade till den allt större kinesiska ekonomin, som vi skrev om på förra sidan.

### Europa växlar upp 2018

Även Europabörserna har presterat väl i år. Konjunkturen i euroområdet har stärkts under året, och under det fjärde kvartalet har tillväxtprognoserna

**”Långsiktigt anser vi att Asien, med hög tillväxt och växande medelklass, är en region att övervikta i portföljen.”**





Under året som gått har allt mer gått Japans väg. Tillväxten ökar och bolagsvinsterna har vuxit till den högsta nivån sedan 80-talet.

höjts på bred front. Den allt starkare tillväxten kombinerat med låga räntor och fortsatt likviditetsflöde från ECB utgör goda förutsättningar för aktier. Värderingarna av europeiska bolag är inte lika ansträngda som för amerikanska, och konjunkturcykeln befinner sig i ett tidigare skede. Europeiska aktier har därmed potential att prestera väl under 2018. På längre sikt finns det dock utmaningar för Europa, vilket vi också pekade på i höstens Place-ringsutsikter.

#### **Allt ljusare i Japan**

Vi har länge ansett att Japan är en av de aktiemarknader som har högst långsiktig potential, och under året som gått har allt mer gått Japans väg. Landets nominella tillväxt ökar och bolagsvinsterna har vuxit till den högsta nivån sedan 80-talet. Såväl japanska företag som privatpersoner sitter på stora kassor och när framtidstron nu ökar, ökar också chansen att tillgångarna spenderas och investeras vilket gynnar tillväxten. Den japanska börsen har stigit 15 procent i svenska kronor i år, men eftersom bolagsvinsterna också ökat har inte värderingarna stigit utan japanska aktier fortsätter att vara relativt sett lågt värderade. Samtidigt är yenen billig till följd av de starka stimulanserna från den japanska centralbanken och det är positivt för japanska exportbolag.

#### **Medvind i USA, men avskräckande värderingar**

Amerikanska aktier har stigit med cirka 10 procent i svenska kronor sedan årsskiftet. I dollar är upp-

### **”För svenska sparare tyngs avkastningen av svenska kronans förstärkning mot dollarn.”**

gången nästan dubbelt så stor, men för svenska sparare tyngs avkastningen av kronans förstärkning mot dollarn sedan årsskiftet. Amerikanska aktier fortsätter att vara historiskt dyra vilket begränsar potentialen på längre sikt. Kortsiktigt är dock trenden på den amerikanska börsen stark.

En av de faktorer som triggat den amerikanska aktiemarknaden i år är Donald Trumps löften om skattesänkningar. Det har tagit ett år, men nu finns ett förslag på bordet som mycket väl kan godkännas den närmaste tiden. I förslaget ligger bland annat sänkta bolagsskatter från 35 till 20 procent. Reformen innebär en möjlighet till högre ekonomisk tillväxt, men på längre sikt är den också en risk. Arbetslösheten i USA är redan mycket låg och med sänkta bolagsskatter följer inte bara potentiellt högre tillväxt och ännu lägre arbetslöshet, utan även en ökad risk för inflation. Förslaget är kortsiktigt gynnsamt för amerikanska aktier, men på sikt kan det få Fed att gå (betydligt) snabbare fram med räntehöjningar än väntat, och det kan bli utmanande för såväl den amerikanska ekonomin som börsen.

Tillväxten i Sverige är hög i en internationell jämförelse. En viktig parameter i det är just bostadsbyggandet som gått från cirka 20 000 påbörjade bostäder per år historiskt, till 76 000 i år.



Tillväxten i Sverige är hög i en internationell jämförelse. En viktig parameter i det är just bostadsbyggandet som gått från cirka 20 000 påbörjade bostäder per år historiskt, till 76 000 i år. Förutom att ett högt bostadsbyggande bidrar till BNP stimulerar stigande bopriser också konsumtionen. När bostadspriserna stiger känner sig hushållen rika och öppnar plånboken, och vice versa. När bopriserna under hösten bromsats in innebär det därmed inte bara en risk för enskilda, högt belånade hushåll, utan det är en risk för att tillväxten i hela den svenska ekonomin ska bromsa in till följd av lägre byggande och minskad konsumtion.

En räddare i nöden kan i så fall vara finanspolitiken och det faktum att statsbudgeten går med stora överskott. Bara för 2018 gör regeringen satsningar på 40 miljarder i budgeten, och det kan visa sig vara mer vältajmat än väntat. Som vi tidigare påtalat saknas även de faktorer som verkligen skulle kunna utlösa ett stort boprisfall – väsentligt högre räntor eller lågkonjunktur.

Oron för bostadsmarknaden har tyngt både den svenska börsen och kronan under hösten. Fortsätter bopriserna att vackla och tillväxtprognoserna för Sverige skruvas ner, finns risk att utländska placerares undviker svenska aktier och att det tynger Stockholmsbörsen relativt andra marknader under 2018.

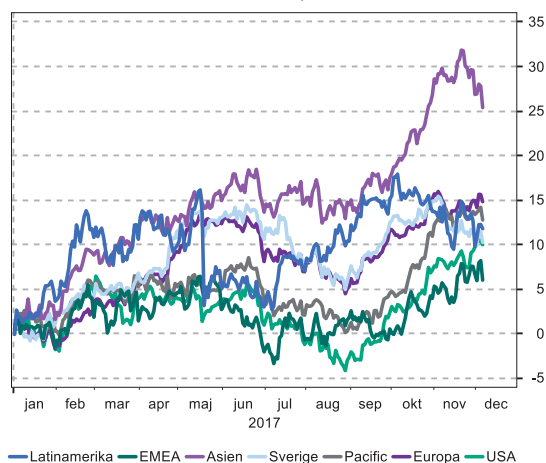
### Sverige – bostadsmarknaden sätter avtryck

Den svenska börsen har stigit med cirka 10 procent i år vilket får betecknas som godkänt. Den svenska bostadsmarknaden har länge funnits med på listan över risker, men det är först när bostadspriserna vände ner under hösten som den orsakat oro på allvar. Förutom att höstens inbromsning redan fått byggaktier och bostadsutvecklare att falla på börsen, innebär en boprisnedgång även risker för svensk ekonomi.

### Ont om skäl att satsa på EMEA

Svagast utveckling av de sju regionerna har EMEA haft, där Ryssland, Turkiet och Sydafrika väger tyngst i index. Regionen kännetecknas av hög politisk osäkerhet, väpnade konflikter och svagare konjunktur än i de utvecklade delarna av världen. Räntenivåerna är också över lag högre vilket innebär mindre stimulans för risktillgångar som aktier. Vi ser inte att förutsättningarna kommer att förändras väsentligt under 2018, och i ärlighetens namn – varför satsa på en region med så stora utmaningar när det finns andra marknader med betydligt mer gynnsamma förutsättningar?

Börsutveckling i SEK  
Procent, sedan 1 jan 2017



### Latinamerika har större utmaningar än möjligheter

Latinamerika och Brasilien har bjudit på både hopp och förtvivlan i år. Efter en stark start på året till följd av till synes högre politisk stabilitet, drogs även den brasilianska presidenten Michel Temer in i en korruptionsskandal. Det fick landets börs att falla brant i mitten av maj. Sedan dess har marknaden hämtat sig och uppgången i år ser ut att bli dryga 10 procent. Blickar vi framåt kan vi dock konstantera att Brasilien har stora skulder i dollar och att högre amerikanska räntor och starkare dollar därmed är negativt. Den politiska osäkerheten är uppenbarligen hög och beroendet av prisutvecklingen för olja stort. Såväl kortsiktigt som långsiktigt finns både politiska och strukturella utmaningar. Vi väljer därför att undervikta Latinamerika inför nästa år. ●

# Bostäderna diktar villkoren för konjunkturen

Det går bra för svensk ekonomi. Framför allt har det gått bra för svensk ekonomi de senaste åren. Riktigt bra till och med. Hög tillväxt, växande sysselsättning samt låg inflation och historiens lägsta räntor. Den starka utvecklingen på bostadsmarknaden har spelat en nyckelroll i konjunkturförstärkningen. Men höstens boprisnedgång har skickat en påminnelse om riskerna som lurar under ytan. För ingen har väl trott att de här fantastiska åren vi har bakom oss skulle vara för evigt?

### En fantasivärld

Aldrig tidigare har svensken haft det så bra som under de senaste åren – vi har levt i en värld där verkligheten överträffar fantasin. Tillväxten har ångat på en bra bit över vad som är för normalt för en ekonomi som vår. Det har drivit upp sysselsättningen till sällan skådade nivåer. Samtidigt har aktie- och bostadsmarknaden rusat på i våldsam fart, i de globala nollräntornas och sedelpressarnas spår, vilket har blåst upp våra (upplevda) förmögenheter. Vad sägs till exempel om en dubblering av lägenhetspriserna i såväl Stockholm som Göteborg samt i små och medelstora städer efter finanskrisen? Eller kanske den drygt 300 procent stora uppgången som Stockholmsbörsen har presterat sedan 2009? Och inte har vi haft någon inflation att tala om heller, så vår köpkraft har ökat parallellt med de svällande förmögenhetsvärdena. Jo, nog känner vi oss rika.

Med risk för att vara festens dystergök, får vi ändå påminna om att denna konjunkturfest, med sina inslag av berusning, trots allt är just en fantasivärld. Den är inte uthållig och ju längre den pågår, desto jobbigare blir den oundvikliga baksmällan. En försmak av denna har vi bjudits på under hösten när bostadspriserna har mattats av. För bostadsmarknaden har spelat en avgörande roll i de senaste årens förlustelse och kommer diktera omfattningen för baksmällan.

### Byggboom utan dess like

Det byggs mer än på länge i Sverige. Vi får gå tillbaka till slutspurten på det race som ledde fram till fastighetskrisen i Sverige för knappa trettio år sedan för att hitta en period med lika hög aktivitet i byggsektorn. Under de senaste fem åren har bostadsinvesteringarna vuxit med hela 84 procent, vilket kan jämföras med den

**”Bostadsmarknaden har spelat en avgörande roll i de senaste årens förlustelse, och den kommer att diktera omfattningen för baksmällan.”**



totala investeringsökningen på knappa 30 procent och tillväxten i BNP på 14 procent. En femtedel av tillväxten under de senaste fem åren är direkt hänförlig till just bostadsinvesteringar. En annan viktig bidragsgivare till tillväxten är den privata konsumtionen som i genomsnitt har stått för nästan 40 procent av tillväxten. Och den privata konsumtionen tenderar att följa bostadspriserna mycket väl.

Så ungefär 20 procent av tillväxten under senare år har kommit direkt från bostadsinvesteringar och ytterligare ca 40 procent har en stark koppling till bostadspriserna. På så sätt kan vi förstå hur bostadsmarknaden kommer diktera omfattningen för baksjällan

Det är också apropå just detta – den mycket starka kopplingen till bostadsmarknaden – som vi betraktar styrkan i konjunkturen som ohållbar. Stigande bostadspriser får gärna hjälpa till och putta på det ekonomiska maskineriet, men om de är motorn, då blir det genast jobbigare. Varför? Jo, eftersom snabbt stigande bostadspriser – i likhet med hög aktieavkastning – gör att vi *känner* oss rika och ökar vår konsumtion. Men vi har ju inte *blivit* rikare om vi inte säljer bostaden och realiserar vinsten. Och det räcker sannolikt inte heller med att priserna *har* gått upp för att driva tillväxten vidare – de måste *fortsätta* att stiga och de får absolut inte sjunka. Teoretiskt kan naturligtvis bostadspriserna stiga i all oändlighet. Mark är en ändlig resurs och det är ingen naturlag som säger att stigande räntor eller högre arbetslöshet behöver få priserna att falla. Men det är trots allt inte särskilt troligt att prisuppgången fortsätter för evigt.

### En ska bort

I förra marknadsbrevet skrev vi om utsikterna för den svenska bostadsmarknaden. Slutsatsen då var att det kan fortsätta att vara oroligt och att även prisnedgången mycket väl kan hålla i sig ett tag till. Men vi skrev också, och det tål att upprepas, att vi ser små risker för en regelrätt krasch på bostadsmarknaden i nuläget. Anledningen är den fortsatt starka arbetsmarknaden och de låga räntorna. Men den dag rän-

torna stiger eller arbetslösheten ökar – då är det ett helt annat läge. I normala fall har vi *antingen* låg arbetslöshet *eller* låga räntor. Det skapar en naturlig skyddsmekanism eftersom om den ena faktorn försämras, så träder den andra in som kompensation. Om arbetslösheten sjunker, så kompenseras vi genom lägre räntor och om räntorna stiger, så kompenseras vi av lägre arbetslöshet. Nu har vi båda två – *samtidigt*. Det är en för mycket och så småningom måste en av dem bort. Det är ett ofrånkomligt faktum, som förhoppningsvis dröjer ytterligare ett tag, men till slut kommer vi dit.

**Nåväl, vi har ju överlevt nedgångar på bostadsmarknaden tidigare.** Förvisso, men då har fallet mildrats av att räntan har sänkts.

### Fast Riksbanken kan väl sänka räntan ännu mer?

Ja, Riksbanken kan göra minusräntan ännu mer negativ, men så länge vi inte får betalt för våra bolån blir stimulansen ganska mager – avståndet till nollstrecket är ju redan som bekant mycket litet.

### Men löses inte problemet om räntan höjs framöver?

Kanske, men det gäller att den hinner höjas tillräckligt innan vi går in i nästa lågkonjunktur för då är det för sent.

### Så vad händer om det blir lågkonjunktur och räntan ligger kvar på den här nivån?

Det vet vi inte eftersom det inte har hänt tidigare. En rimlig bedömning är dock att det blir en mycket tuff lågkonjunktur.

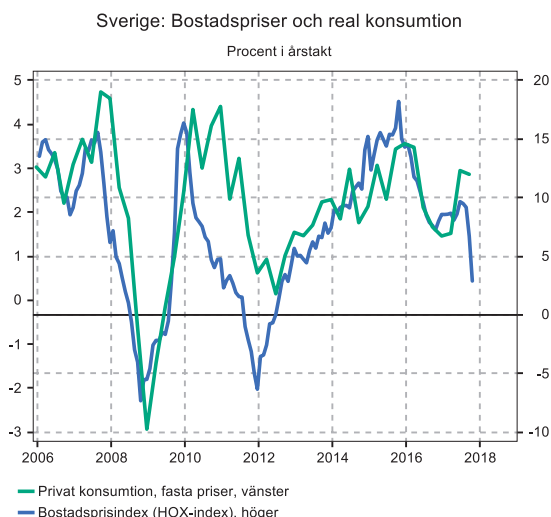
### Försiktigt sjunkande bostadspriser – det bästa som kan ske?

Höstens förhållandevis modesta prisnedgång på 4,5 procent (novemberstatistiken har ännu inte publicerats när denna text skrivs) har skapat stora rubriker i tidningarna och sannolikt har samma tidningsrubriker också bidragit till nedgången. I svensk konjunkturstatistik för de senaste månaderna är det dock svårt att se någon nämnvärd effekt. Utlåningen till hushållen var oförändrad och konsumentförtroendet, även om konsumtionen mattades av i oktober. Kanske krävs det lite längre period av prisnedgång för att sätta tydligare prägel i makrostatistiken. Det skulle i så fall kännas jobbigt, men en mer positiv tolkning är att litet lägre bostadspriser och lugnare konjunktur i själva verket kan vara positivt. Om bostadspriserna tillåts sjunka *i maklig takt och i begränsad omfattning*, så borde riskerna i ekonomin minska. Då kan vi förhoppningsvis tåla framtida ränteuppgångar och ekonomiska bakslag bättre. Det sänker också risken för krasch-scenariot och skapar en mer uthållig och sund ekonomi. ●

**Johan Lundqvist**  
Makroekonom

(För tydlighets skull bör det inflikas att undertecknad själv är bostadsägare och därmed också påverkas av prisutvecklingen)

En femtedel av tillväxten de senaste fem åren är direkt hänförlig till bostadsinvesteringar. En annan viktig bidragsgivare är den privata konsumtionen som tenderar att följa bostadspriserna mycket väl.



Källa: Macrobond

# Teknikhausse på börsen

Det finns en sektor som gått bättre än andra på börsen i år – tekniksektorn. Stora amerikanska jättar som Facebook och Netflix har bidragit till en stor del av årets uppgång i S&P 500-index som stigit drygt 15 procent. Samma utveckling har skett i Kina där bolag som Tencent och Alibaba har utklassat börsen.

Men det är inte bara aktiekurserna som stiger – även försäljning och vinster visade styrka under tredje kvartalet. I genomsnitt ökade försäljningen med 12 procent i den amerikanska tekniksektorn, och vinsterna steg med drygt 27 procent, vilket var betydligt mer än väntat.

## Riktkurs för Apple: 1 000 miljarder dollar

På den amerikanska börsen handlas fem It-bolag som har kommit att kallas FAANG – Facebook, Amazon, Apple, Alphabet (f.d. Google) och Netflix. Uppgången i dessa aktier får den genomsnittliga börsutvecklingen i USA att blekna. Netflix och Facebook har exempelvis stigit med över 50 procent sedan årsskiftet. Trots att förväntningarna var högt ställda inför tredje kvartalets rapporter lyckades dessutom bolagen överraska positivt vilket gett aktierna ytterligare skjuts. Under hösten har flera analyshus skruvat upp riktkurserna för Apple till nivåer som innebär ett börsvärde på över 1 000 miljarder dollar. I Kina har börsutvecklingen för teknikaktier varit ännu mer explosiv. Bolag som Baidu, Alibaba och Tencent (även kallade BAT) har fått se sina aktiekurser stiga med mellan 50 och 110 procent.

Weibo, ofta beskrivet som ett kinesisk Twitter, har stigit med närmare 150 procent sedan årsskiftet. Efter uppången värderas aktien till drygt 60 gånger årets vinst för 2018. Under tredje kvartalet hade Weibo 376 miljoner aktiva användare varje månad, vilket är 46 miljoner fler än Twitter.

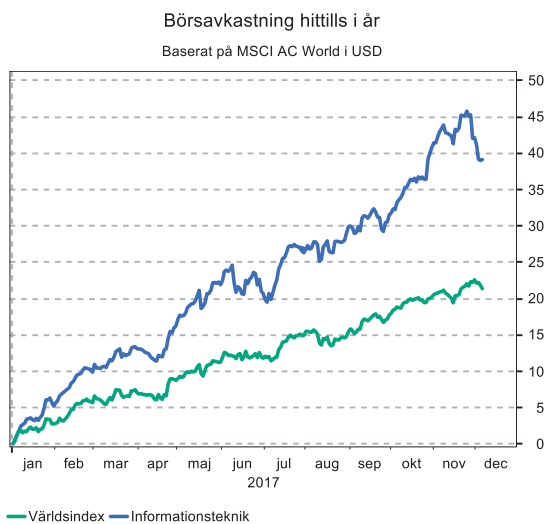
## Inte samma förutsättningar som år 1999

De amerikanska bolagen är globala aktörer och de flesta av oss kommer i kontakt med åtminstone något av dem dagligen. Vi ”googlar” på Internet, har kontakt med vänner och engagerar oss i grupper via Facebook, tittar på filmer och serier via Netflix, köper prylar via Amazon och eller använder en telefon, surfplatta eller dator signerad Apple. De kinesiska bolagen erbjuder produkter och tjänster som liknar de amerikanska, med skillnaden att de enbart verkar på den kinesiska marknaden. Eftersom det bor närmare 1,4 miljarder människor i Kina är det dock inte fy skam.

Efter årets teknikeufori på börserna är det förstås rimligt att fråga sig om detta är en bubbla, lik den vi såg i slutet av 90-talet. Om uppgången är motiverad



Efter Apples rapport för tredje kvartalet har flera analyshus skruvat upp sina riktkurser till nivåer som innebär ett börsvärde på över 1 000 miljarder dollar.



vet vi förstås inte förrän i efterhand, men man ska komma ihåg att det finns viktiga skillnader som gör att jämförelsen med år 1999 haltar betänkligt. Marknaden för dessa teknikbolag är enorm, och bolag som Google och Facebook åtnjuter närmast ett globalt monopol. Alla bolag kan förstås inte dras över samma kam – Netflix och Amazon har exempelvis inte samma vinstutveckling som Facebook och Apple – men i flera amerikanska och kinesiska teknikbolag är tillväxten hög och vinstutvecklingen mycket stark. Blickar vi tillbaka mot slutet av 90-talet steg priset till skyarna på It-bolag som aldrig hade tjänat en krona, och heller aldrig gjorde det. Förutsättningarna är alltså inte desamma.

### Priset på tillväxt är högt

Vi lever i en värld med historiskt låga räntor sedan snart ett decennium tillbaka, och det har drivit upp priset på aktier i allmänhet och tillväxtbolag i synnerhet. Många teknikbolag växer så det knakar och de surfar på vågen av globalisering, teknisk utveckling och ökad internettäthet. Aktierna må ha stigit mycket på kort tid, men med tanke på tillväxten och vinstutvecklingen går det ändå inte bara att avfärda det som en bubbla. ●

**Maria Landeborn**  
Sparekonom  
twitter@marialandeborn

# Skandias fondmodellportföljer – november 2017

Skandia erbjuder tre fondmodellportföljer med olika risknivåer. Modellportföljerna är baserade på Skandias SMART-fonder, vilket ger dig som kund möjlighet att ta del av Skandias marknadssyn och placeringsstrategi i ditt fondsparande. Fonderna väljs ut av Skandias fondanalytiker. Så här har modellportföljerna gått 1 januari – 30 november 2017.

## **FMP Försiktig: Störst positivt bidrag från aktier**

Skandias modellportfölj Försiktig är defensivt utformad och har fokus på räntebärande fonder, som alltid utgör större delen av innehavet. Portföljen ska främst ses som kapitalbevarande. En lämplig sparhorisont är minst tre år och baserat på historisk värdeutveckling kan portföljen väntas avkasta 1–2,5 procent årligen över en marknadscykel.\* Genomsnittlig årlig avgift är cirka 0,74 procent.

Under året har alla delar, dvs. räntebärande, aktier och alternativa tillgångar, bidragit positivt till avkastningen. Störst bidrag kommer från aktiefonder. De enskilda valen av aktiva fonder har adderat till meravkastningen. Inom räntebärande har inslaget av krediter med låg risk varit betydelsefullt, men även fonder med högre ränterisk har bidragit positivt då räntorna inte heller under 2017 har rört sig uppåt i någon större utsträckning. Inom alternativa tillgångar är det återigen främst allokeringen till europeiska krediter med hög risk som gett ett positivt bidrag, mycket tack vare fortsatt stimulans från den europeiska centralbanken. En global spridning av aktieportföljen har gynnat avkastningen från aktier. Portföljen har fram till och med november avkastat knappt 3%, efter avgift.

## **FMP Balanserad: Ny Japanfond in fjärde kvartalet, starkt år för aktier**

Skandias modellportfölj Balanserad har en större andel aktie- än räntefonder. Aktiedelen består främst av svenska och globala aktier, och en lämplig sparhorisont är minst fem år. Baserat på historisk värdeutveckling kan portföljen förväntas avkasta 3–4,5 procent årligen över en marknadscykel.\* Genomsnittlig årlig avgift är cirka 0,93 procent.

Även i denna portfölj har alla delar, dvs. räntebärande, aktier och alternativa tillgångar, bidragit posi-

tivt till årets avkastning. Störst bidrag kommer från aktiefonder. Portföljen har fram till och med november i år avkastat drygt 7% efter avgift. Avkastningen har kommit främst från aktiedelen. Störst bidrag kommer från tillväxtmarknadsaktier och japanska aktier. Även räntedelen har bidragit positivt i ett svårt marknadsklimat med låga räntor. Inom alternativa är det återigen främst allokeringen till europeiska krediter med hög kreditrisk som gett ett positivt bidrag. Under fjärde kvartalet har vi bytt ut Capital Group Japan mot T.Rowe Price Japanese Equity. Fonden investerar i de japanska aktier som bedöms ha de bästa långsiktiga tillväxtförutsättningarna och en attraktiv värdering.

## **FMP Offensiv: Ny Japanfond in fjärde kvartalet, störst bidrag från europeiska aktier**

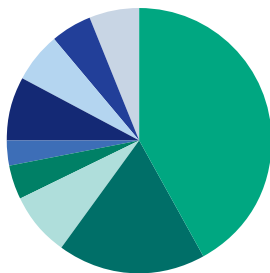
Skandias modellportfölj Offensiv placerar nästan uteslutande i aktiefonder och har därmed en högre risknivå. En lämplig sparhorisont är minst sju år och över en marknadscykel kan portföljen, baserat på historisk värdeutveckling, förväntas avkasta 5–7 procent årligen.\* Genomsnittlig årlig avgift är cirka 1,39 procent.

Hittills i år har portföljen avkastat hela 11% efter avgift, tack vare en stark börsutveckling. Portföljens allokering till alternativa investeringar, hedgefonden Norron Select, har inte hängt med i den starka börsuppgången varför bidraget till avkastningen varit svagt. Högst absolutavkastning kommer från europeiska aktier, med starkt bidrag från aktiv förvaltning. Stora bidrag kommer även från tillväxtmarknadsaktier och japanska aktier. Under fjärde kvartalet har vi bytt ut Capital Group Japan mot T.Rowe Price Japanese Equity. Fonden investerar i de japanska aktier som bedöms ha de bästa långsiktiga tillväxtförutsättningarna och en attraktiv värdering.

\* Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. De pengar som placeras i fonder kan både öka och minska i värde och det är inte säkert att du får tillbaka hela det insatta kapitalet.

# SKANDIAS FONDMODELLPORTFÖLJER

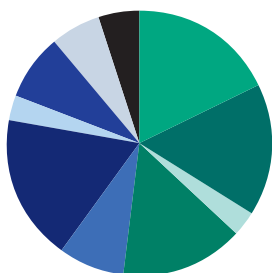
## Modellportfölj Skandia Försiktig



Tillgångsslag	Fond	Fördelning	4P <sup>1</sup>	Årlig avgift <sup>2</sup>
Räntor	Skandia Penningmarknadsfond	42%	🚶	0,30%
	Skandia Kapitalmarknadsfond	18%	🚶	0,60%
	Allianz Green Bond	8%	🚶	0,84%
	Skandia Global Företagsobligationsfond	4%	🚶	1,02%
Krediter	Nordea European High Yield Bond Fund	3%	🚶	1,33%
Svenska aktier	Carnegie Sverige	8%	🚶	1,45%
	Globala aktier	Skandia Världen	6%	🚶
Alternativa placeringar	Stewart Investors Worldwide Sustainability Fund	5%	🚶	1,56%
	Norron Target	6%	🚶	1,09% <sup>3</sup>
		100%		

1. 4P är Skandias fondutvärderingsmodell. Namnet kommer från de fyra "P" som vi fokuserar på när vi analyserar fonder - Placeringsfilosofi, Process, Personer och Prestation.
2. Per 2017-05-02
3. + rörlig förvaltningsavgift

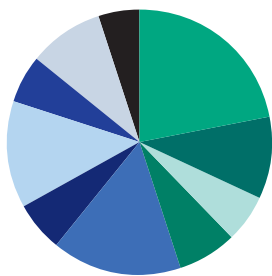
## Modellportfölj Skandia Balanserad



Tillgångsslag	Fond	Fördelning	4P <sup>1</sup>	Årlig avgift <sup>2</sup>
Räntor	Skandia Penningmarknadsfond	18%	🚶	0,30%
Krediter	Skandia Kapitalmarknadsfond	16%	🚶	0,60%
	Nordea European High Yield Bond Fund	3%	🚶	1,33%
Svenska aktier	Carnegie Sverige	15%	🚶	1,45%
	Odin Sverige	8%	🚶	1,20%
Globala aktier	Skandia Global Exponering	18%	🚶	0,42%
	T Rowe Price Japanese Equity	3%	🚶	1,77%
	Stewart Investors Worldwide Sustainability Fund	8%	🚶	1,56%
Tillväxtmarknader	RIC Acadian Emerging Markets Equity	6%	🚶	1,60%
Alternativa placeringar	Norron Target	5%	🚶	1,09% <sup>3</sup>
		100%		

1. 4P är Skandias fondutvärderingsmodell. Namnet kommer från de fyra "P" som vi fokuserar på när vi analyserar fonder - Placeringsfilosofi, Process, Personer och Prestation.
2. Per 2017-05-02
3. + rörlig förvaltningsavgift

## Modellportfölj Skandia Offensiv



Tillgångsslag	Fond	Fördelning	4P <sup>1</sup>	Årlig avgift <sup>2</sup>
Svenska Aktier	Carnegie Sverige	22%	🚶	1,45%
	Skandia Sverige	10%	🚶	1,46%
Globala Aktier	C WW Sweden Small Cap	6%	🚶	1,62%
	Stewart Investors Worldwide Sustainability Fund	7%	🚶	1,56%
Tillväxtmarknader	Skandia Global Exponering	16%	🚶	0,42%
	Schroder European Special Situations	6%	🚶	1,85% <sup>3</sup>
	Skandia USA	13%	🚶	1,41%
Alternativa placeringar	T Rowe Price Japanese Equity	6%	🚶	1,77%
	RIC Acadian Emerging Markets Equity	9%	🚶	1,60%
Alternativa placeringar	Norron Select	5%	🚶	1,86% <sup>3</sup>
		100%		

1. 4P är Skandias fondutvärderingsmodell. Namnet kommer från de fyra "P" som vi fokuserar på när vi analyserar fonder - Placeringsfilosofi, Process, Personer och Prestation.
2. Per 2017-05-02
3. + rörlig förvaltningsavgift

### VIKTIG INFORMATION

En investering i fonder är förenad med risk. Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. De pengar som placeras i fonder kan både öka och minska i värde och det är inte säkert att du får tillbaka hela det insatta kapitalet. Fullständig information om fonderna och riskerna finns i respektive fonds faktablad och informationsbroschyr. För Skandias egna fonder hittar du faktablad, informationsbroschyr, senaste årsberättelse och halvårsredogörelse på [www.skandia.se/fonder](http://www.skandia.se/fonder) och kan även beställa dessa kostnadsfritt från Skandia Fonder, telefon 0771-55 55 00. För övriga fonder hittar du dessa handlingar på respektive fondbolagshemsida. Informationen är endast avsedd som allmän information och ska inte ses som personliga rekommendationer eller individuellt anpassade råd. Om du vill ha en personlig rådgivning utifrån dina individuella förutsättningar rekommenderar vi att du kontaktar en rådgivare. Information i detta dokument är inte riktad till personer hemmahörande i USA eller något annat land där tillgänglighöretandet på något sätt är begränsad.



### **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**

**Maria Landeborn**  
Sparekonom

**Johan Lundqvist**  
Makroekonom

**Publiceringsdatum**  
December 14, 2017