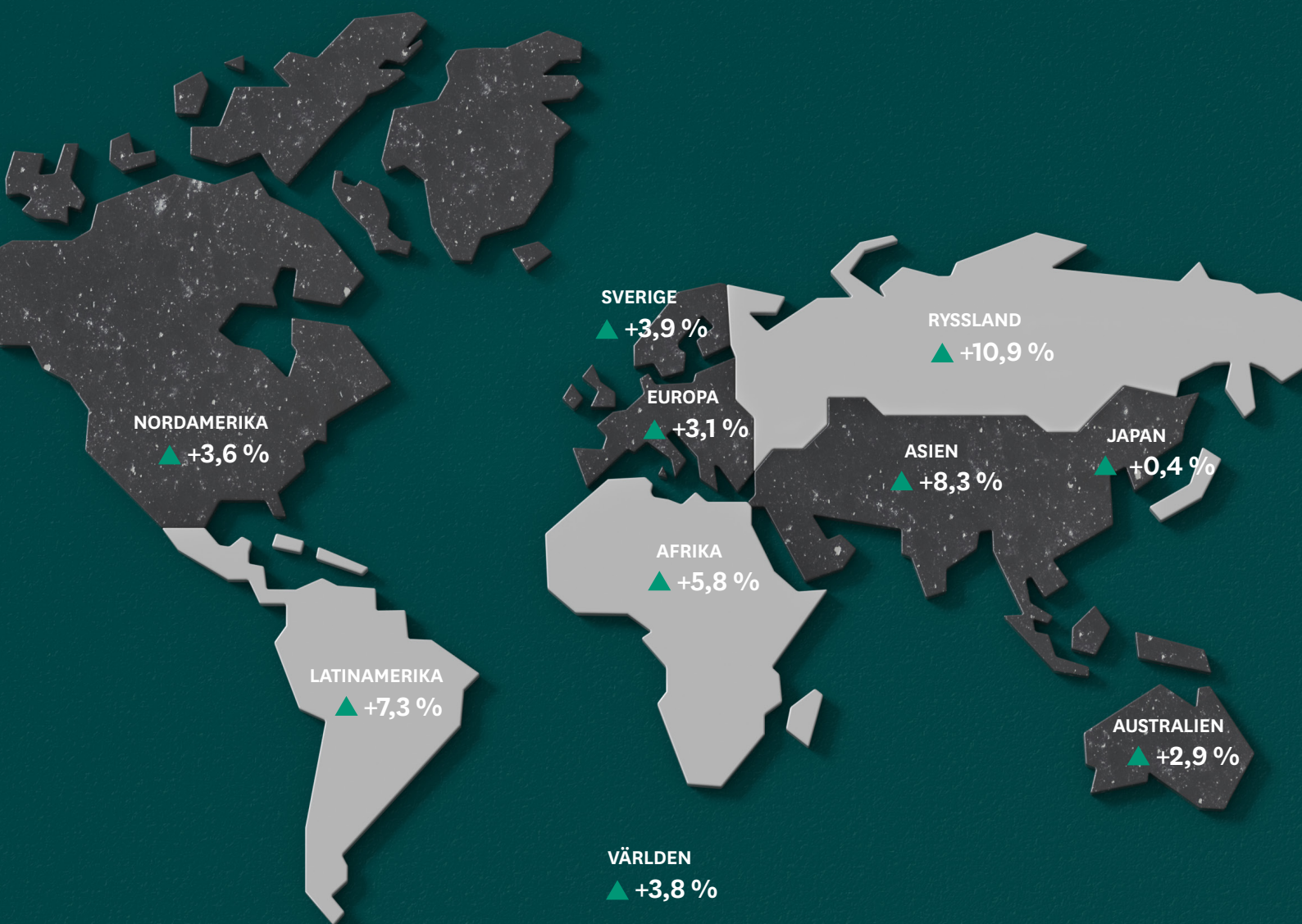


# Marknadsbrev

Januari 2020



Börsutveckling 29 november 2019  
– 15 januari 2020 i svenska kronor  
Börsutveckling avser MSCI-index  
för respektive land/region inklusive  
återinvesterade utdelningar  
omräknat till svenska kronor.

# Ökad ekonomisk aktivitet 2020

Förra året präglades av lägre tillväxt och stillastående företagsvinster. I år väntas både tillväxten och företagsvinsterna vända uppåt igen.

## I backspegeln

I slutet av 2018 föll börserna kraftigt vilket bidrog till att många kände oro för sina aktieplaceringar i början av förra året. Politisk osäkerhet i form av handelskriget mellan USA och Kina var det främsta skälet till den oro som präglade både börserna och världsekonomin. Även osäkerheten kring Brexit och oroligheterna i Mellanöstern bidrog negativt. Under året fortsatte också olika företagsbarometrar och världshandeln dämpas samtidigt som företagens vinster var stillastående. Även om 2019 präglades av osäkerhet så vägde optimismen ändå över och börserna steg kraftigt. Rekylen var delvis till följd av den svaga avslutningen på 2018. Kanske är det något ovanligt med en så stark utveckling så sent in i en uppgång. För den som är intresserad av förklaringarna till förra årets börsuppgång hänvisas till det förra marknadsbrevet där vi diskuterar de olika orsakerna.

Om vi riktar blicken mot räntemarknaden så kan man konstatera att räntorna nådde historiska bottennivåer under förra året och i augusti noterade den svenska långräntan negativa tal. Den amerikanska långräntan föll så pass mycket att den till slut understeg de korta räntorna, vilket resulterade i en inverterad avkastningskurva som enligt historien varit en bra indikator på en kommande recession. Recessionsoro och konjunkturavmattning fick den amerikanska centralbanken Fed att göra en helomvändning och påbörja sina första räntesänkningar sedan finanskrisen.

I dagsläget är avkastningskurvan inte längre negativ men det innebär inte per automatik att risken för lågkonjunktur är bortblåst. Man ska komma ihåg att denna konjunkturuppgång har varit rekordlång och tiden i sig är tillräcklig för att frågan kring lågkonjunktur är fortsatt relevant.



**Hans Malmsten**  
Ekonomie doktor och portföljförvaltare



**Seyran Naib**  
Makroekonom

Börsutveckling, världsindex sedan botten efter finanskrisen  
Procent i SEK sedan 9 mars 2009





2019 var ett år då alla tillgångar, inte bara aktier och ränteplaceringar, utan även exempelvis råvaror och kreditplaceringar avkastade starkt. Det var kanske inte så anmärkningsvärt då 2018 avslutades svagt. Att då få en stark initial utveckling när det väl vänder är kanske inte konstigt men magnituden på uppgången överraskade nog de flesta. Speciellt med tanke på motvinden från den ekonomiska utvecklingen som tilltog under året och kulminerade under hösten. Under de senaste månaderna har vi fått lite lugnare besked, både kring handelskonflikten mellan USA och Kina men även ett klagörande kring Brexit. Samtidigt har konflikterna i Mellanöstern blossat upp igen och situationen är i skrivandets stund orolig.

### Vad händer framöver?

Trots en rekordlång konjunkturuppgång finns det skäl för försiktig optimism inför det kommande året. Vårt huvudscenario är att ekonomierna inte kommer att fortsätta försvagas utan snarare växa lite mer i år jämfört med förra året. Det bör ge förutsättningar för stigande företagsvinster under året och ligger till god grund för en positiv inställning till aktier. Alltså är det som sparare lättare att vara optimist idag än i början av 2019. Det man däremot bör tänka på är att företagsvinsterna stod stilla under 2019, vilket medförde att en del aktiemarknader är högt värderade idag. Vad gäller centralbankerna så tror vi inte på några ytterligare stimulanser under året och även Riksbanken väntas sitta still i båten. Sammantaget kan man säga att så länge den politiska oron inte ökar så bör tillväxten, om än modest, stiga i år. ●

10-åriga obligationsräntor  
Procent



Handelskriget mellan USA och Kina ledde till oro som präglade både börserna och världsekonomin



# Hur brukar aktiemarknaden utvecklas under ett typiskt år?

Under 2019 steg världens börser rejält och ett globalt börsindex steg med 27 procent. Att utvecklingen varit stark är det ingen tvekan om. Men hur står sig siffran i förhållande till den historiska avkastningen eller vad vi kan kalla för ett typiskt år?

### Ett typiskt år

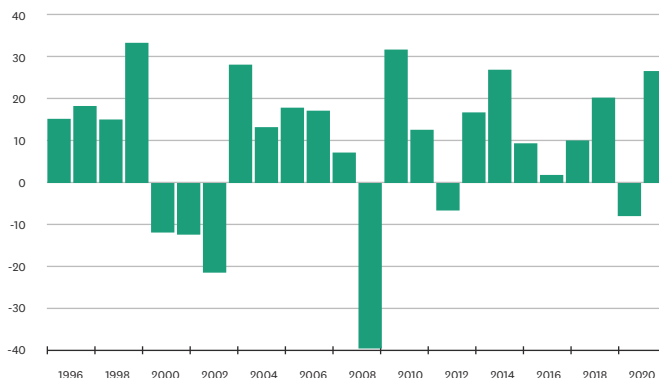
Förra året präglades aktiemarknaderna av stora uppgångar. Under kalenderåret 2019 steg ett globalt börsindex med omkring 27 procent i svenska kronor inklusive utdelningar och i det förra marknadsbrevet diskuterade vi orsakerna till uppgången. Tittar man på utvecklingen 2019 kan man konstatera att förra årets uppgång var den femte största sedan 1996. Uppgången var hack i häl med de tidigare större uppgångarna och totalt har vi haft fem tillfällen med avkastningar om 30 procent. Dessa rejäla uppgångar hör inte till det vanliga och tittar man på den genomsnittliga (aritmetiska) årsavkastningen mellan 1996 – 2019 så har den legat på cirka 9 procent. Kom ihåg att siffran är inklusive utdelningar och även i svenska kronor. Utdelningar bidrar självklart positivt till avkastningen och svenska kronans försvagning har spätt på utvecklingen ytterligare. Tittar man på förändringar under ett enskilt år så kan man se att den största förändringen var under 2008 då börserna föll med omkring 40 procent.

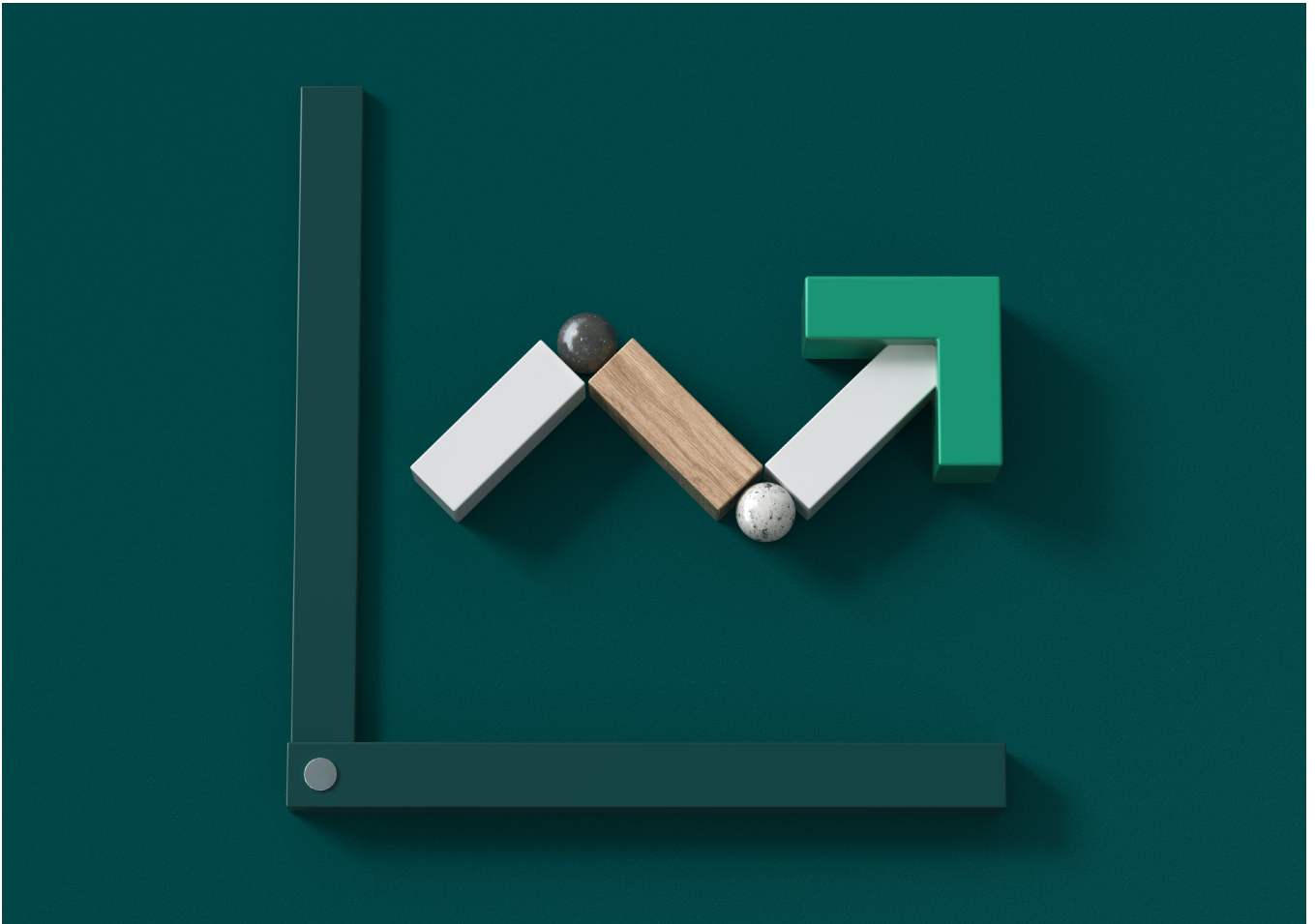
### Minne?

Under tidsperioden har det globala börsindexet stigit vid 18 tillfällen och fallit vid sex tillfällen. Alltså har indexet stigit under tre av fyra år och fallit ett av fyra år. En fråga som många personer ställer sig är: om börserna stiger ett år, är sannolikheten för ytterligare en uppgång i sådana fall annorlunda jämfört med ett typiskt år? Det vill säga har aktiemarknaden det som vi skulle kunna kalla för ett minne? Man kan se att under de 17 år som indexet tidigare stigit så har året därpå efterföljts av en nedgång vid sammanlagt fyra tillfällen. Alltså kan det konstateras att skillnaden mot ett typiskt år nästan är obetydligt. Orsaken till denna skillnad är att i början av seklet så föll börserna tre år i rad, vilket i sig är den enda gången som börserna fallit åtminstone två år i rad. Vill man bredda sig så finns det många olika tidsserier över aktieutvecklingar som motsvarande analys kan göras på. Man kan exempelvis titta på den svenska börsernas avkastning.



Avkastning globalt världsindex  
Procent i SEK



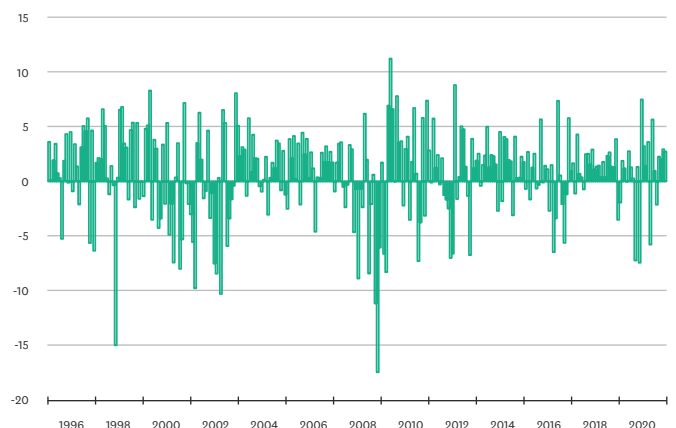


### Kort eller långt minne?

En annan typ av analys är att försöka förutspå hur marknaderna kan komma att utvecklas över olika tidsperioder som inte nödvändigtvis är exakt ett kalenderår. I det riktigt korta perspektivet, exempelvis från en vecka eller en månad till en annan, så finns det en viss tendens att aktiemarknader har det man kallar för trend eller momentum. Vilket innebär att en uppgång efterföljs, lite oftare än vanligt, av en ny uppgång och tvärtom. På samma sätt tenderar stora rörelser att efterföljas av stora rörelser, vilket tyder på att minnet är tydligast när man pratar om magnituden av rörelser. Perioder med större rörelser anhopar, vilket innebär att volatiliteten är tidsvarierande. Dessutom finns det en tendens att perioder med stora rörelser sammanfaller lite oftare med nedgångar på börserna. Det syns allra tydligast 2008.

Däremot ska man inte glömma bort att på längre sikt, över flertalet år eller årtionden så brukar det vara tvärtom. Långa uppgångar tenderar att öka sannolikheten för nedgång. ●

USA: S&P 500  
Månatliga rörelser i procent



# Stiltje hos centralbankerna

I förra marknadsbrevet beskrev vi den historiskt långa, stora och trendmässiga nedgång som kännetecknat räntemarknaden de senaste 40 åren. Flera anledningar till den globala räntenedgången diskuterades. I det här marknadsbrevet skiftar vi fokus till det konjunkturella och centralbankernas penningpolitik under 2020.

## Historisk bakåtblick

Under de senaste 40 åren har nästan alla världens räntor haft en trendmässig nedgång som varit gigantisk. Lejonparten av nedgången förklaras av annat än centralbankernas agerande. Men efter finanskrisen satte centralbankerna igång med massiva räntesänkningar och sjösatte även andra penningpolitiska stimulanser för att motverka den cykliska nedgången i ekonomin. Det tog lång tid för världsekonomin att återhämta sig efter finanskrisen. När USA repat sig så höjde den amerikanska centralbanken Fed räntan för första gången på många år i slutet på 2015. Åren därpå, 2017 och 2018 när ekonomin fortsatte att förbättras och inflationen var stigande kännetecknades av måttliga räntehöjningar. Däremot präglades 2019 av stigande oro för recession vilket tvingade Fed att stötta konjunkturen med tre räntesänkningar.

Den svenska centralbanken höjde räntan för andra gången strax före jul, vilket innebär att räntan nu ligger på noll. Höjningen skedde trots att många andra centralbanker, inte bara Fed, är inne i en period av ökade stimulanser. Den svenska inflationen är fortfarande under inflationsmålet, däremot är den stigande och inte allt för långt från två procent.

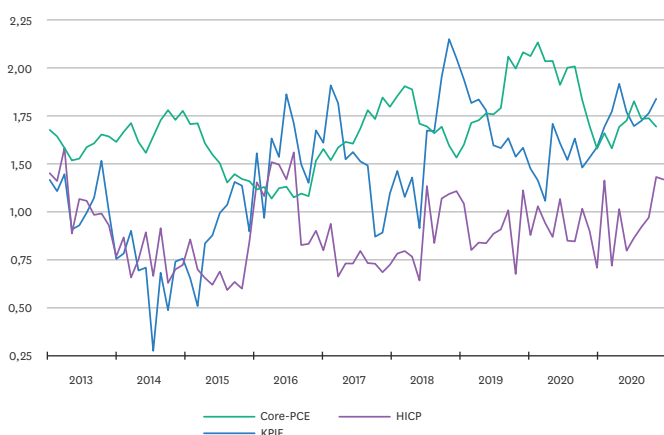
Den europeiska centralbanken ECB ökade stimulanserna under förra året. Både Fed och Riksbanken har en mycket enklare situation än ECB. Deras avvikelse från sina respektive inflationsmål är bara några enstaka promillen medan ECB brottas med en inflation som taktar kring hälften av målet. I höstas sänkte ECB räntan och vid det senaste penningpolitiska mötet reviderade de ned både tillväxt- och inflationsprognoserna.

## Vad händer 2020?

Fed förutspår att ekonomin fortsätter att växa i linje med normala tillväxttal. De förutspår också att arbetsmarknaden fortsätter att utvecklas i god takt så att den låga arbetslösheten kvarstår och att inflationen sakta men säkert kryper upp mot två procent målet. Att Fed då signalerar att de tänker låta räntan vara still under 2020 är inte konstigt. Om inflationen skulle stiga över målet så kommer Fed ändå att kunna sitta still i båten med motiveringen att inflationen har understigit målet under ett antal år och det kan kompenseras med en period där inflationen överstiger målet istället. Det är dessutom kanske inte orimligt att de inte vill påverka valrörelsen i år som kulminerar, bland annat i val av president i november.

I Sverige spår Riksbanken att inflationen närmar och håller sig kring målet. I december var den av SCB (Statistiska Centralbyrån) redovisade inflationen KPIF till 1,7 procent. Flera av Riksbankens egna mått på underliggande inflation, som bearbetar SCB:s siffror för att få ytterligare vägledning kring prisutvecklingen, har stigit de senaste åren. Kanske allra viktigast är att oavsett mått (strunta i betydelsen av de olika bokstavs- och sifferkombinationerna i diagrammet) så skickar de en entydig signal. Ingen sticker ut längre som riktigt låg och alla börjar närma sig två procent. I det korta perspektivet är osäkerhet kring inflationsutvecklingen alltid stor. I början på varje år så finns också en extra osäkerhet då SCB ändrar vikterna i varukorgen som ligger till grund för inflationsberäkningar under ett år. Dessutom har det fortsatt att redovisas

Inflation, USA, Euroområdet och Sverige  
Procent i årstakt



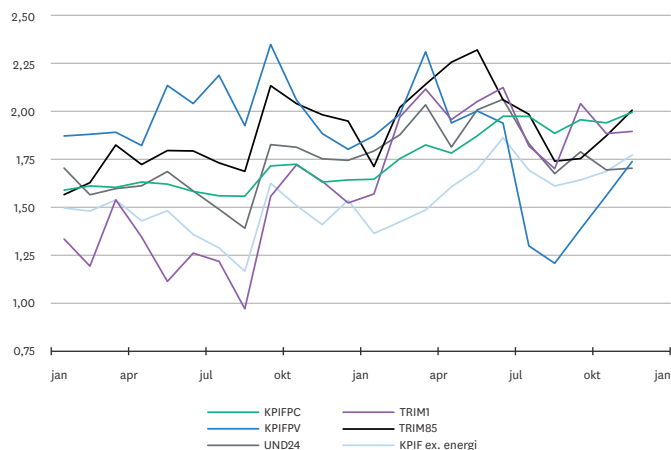


svaga internationella företagsbarometrar. Särskilt den amerikanska företagsbarometern ISM som publicerades första dagarna på året överraskade nedåt. Samtidigt har till exempel den amerikanska arbetsmarknaden fortsatt att utvecklas starkt. För Riksbanken kommer utvecklingen på den svenska arbetsmarknaden att vara viktig för inflationsutvecklingen under de närmaste åren. Trots att världsekonomin utvecklats svagt har svensk ekonomi vuxit tillräckligt för att arbetsmarknaden kunnat förbättras även under 2019. Det har varit lite osäkerhet kring den exakta utvecklingen då SCB har haft problem med datakvaliten, men även om förbättringen varit måttlig jämfört med tidigare år så är riktningen fortfarande att exempelvis antalet jobb ökar.

Nu under våren sluts många nya löneavtal. De avtalade löneökningarna kommer gissningsvis in på ungefär samma nivå, eller strax över de tidigare avtalen. Totala löneökningar på knappa 3 procent ger stöd för att inflationen inte blir för låg och utgör ingen oro för kostnadsinflation då produktiviteten som utvecklats svagt både i Sverige och globalt, förväntas stiga med, säg kring 1 procent. Därmed ökar enhetsarbetskostnaderna för företagen, vilket är skillnaden mellan löneökningar och utvecklingen i produktiviteten, med runt 2 procent. Så om företagen vältrar över dessa kostnadsökningar på konsumenterna så kommer inflationen att hamna nära målet. Om däremot produktiviteten, som är notoriskt svår att prognosticera, skulle överraska uppåt så finns det en risk för att företagens behov att höja priserna blir för lågt. Då skulle Riksbanken känna en viss oro för att inflationen kan börja röra sig nedåt och understiga inflationsmålet.

Riksbankens egen prognos är att räntan förblir oförändrad nästa år, vilket vi tycker är fullt rimligt. En brasklapp för alla centralbanker är självklart hur världsekonomin utvecklar sig. Går vi in i en betydligt svagare utveckling och kanske till och med en lågkonjunktur, så kommer självklart centralbankerna agera med att stötta med andra penningpolitiska åtgärder. ●

Sverige: Underliggande inflation  
Riksbankens mått, årlig procentuell förändring



I Sverige spår Riksbanken att inflationen närmar sig och håller sig kring målet.



### **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 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 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 nns 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**

##### **Hans Malmsten**

Ekonomie doktor och portföljförvaltare

##### **Seyran Naib**

Makroekonom

#### **Foto och renderingar**

Elias Klingén / Söderberg Agentur: Omslag, sid 4 och 5

Tobias Höiem-Flyckt: Sid 2

Unsplash: Sid 3 och 7

#### **Publiceringsdatum**

Januari, 2020