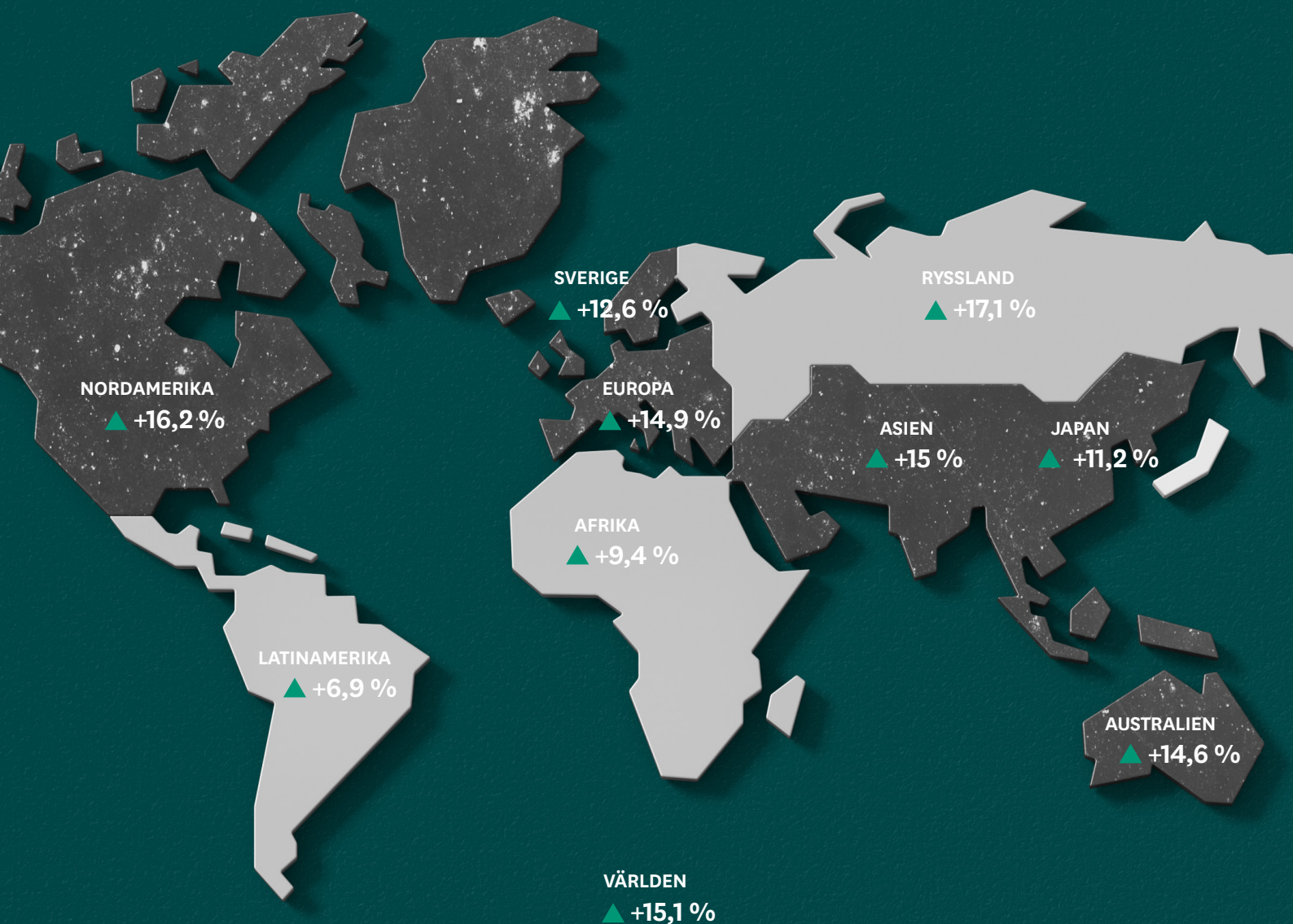


Marknadsbrev

April 2019



skandia :

Börsutveckling 1 jan - 26 mars, 2019
i svenska kronor

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

Fortfarande ont om tecken på stabilisering

I vårens utgåva av Placeringsutsikter konstaterade vi att den globala konjunkturen fortsatte att mattas av. Det var också ont om tecken på att en vändning var i sikte. Här följer vi upp händelseutvecklingen sedan dess. Även om enstaka indikatorer har förbättrats är den sammanlagda bilden fortsatt ostadig. Vi fortsätter därför att efterlysa tecken på en stabilisering.

Varför har konjunkturen mattats av?

Det går att peka på olika förklaringar till att den globala konjunkturen har tappat fart. Handelskonflikten mellan USA och Kina, fjolårets räntehöjningar och minskade penningpolitiska stimulanser, kapacitetsbegränsningar och lägre kredit tillväxt i Kina är några anledningar. Även en rad tillfälliga störningsmoment i framför allt Europa, i form av till exempel låga vattennivåer i floden Rhen som har försvårat transporter, ändrade utsläppsregler för bilar i Tyskland som har tyngt produktionen och osäkerheten kopplad till Brexit, har påverkat.

I vissa fall kan vi se en hyfsat klar koppling från dessa faktorer in i den ekonomiska statistiken. Till exempel har det skett en betydande inbromsning i

världshandeln på senare tid och när vi bryter ned den tyska industriproduktionen är påverkan på bilproduktionen under hösten tydlig. I andra fall, som till exempel med penningpolitiken, är det desto svårare att veta exakt vad och hur mycket den har påverkat. Här får vi snarare anta att räntehöjningar och förväntningar om fler räntehöjningar (som centralbankerna fram till nyligen har kommunicerat) har bidragit till den svagare bilden.

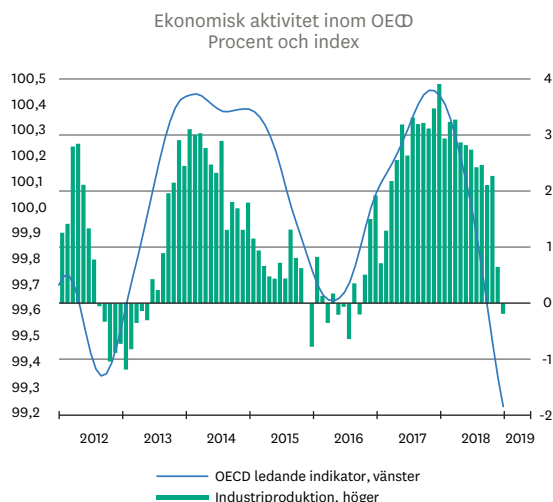
Avmattningen fortsätter

Under den senaste månaden har flertalet indikatorer, särskilt inom industrin, fortsatt att försvagas. I Europa antyder allt lägre konjunkturbarometrar en mycket svag start på året. Samtidigt har Kinas industriproduktion fortsatt att

mattas av. I USA har statistiken varit mer blandad. Störningar i samband med nedstängningen av USA:s statsapparat i början av året och vissa problem med säsongjustering gör bilden mer svårtydd. Men såväl barometrar som orders och produktion tyder på att avmattningen nu även har spridit sig till den amerikanska industrin.

Centralbankerna på reträtt

Ännu ser vi alltså få tecken på att avmattningen i världsekonomin är på väg att avbrytas. Snarare fördjupas svackan. Gensvaret från centralbankerna har varit att pausa den pågående normaliseringen av penningpolitiken. I USA har Fed släppt planerna på att fortsätta höja räntan i år, vilket kan tolkas som att Jerome Powell och hans kollegor är oroliga för utsikt-



Johan Lundqvist
Makroekonom

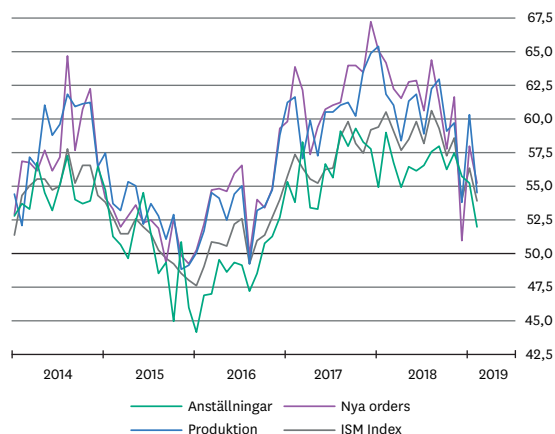
erna i ekonomin (läs mer på nästa sida). I euroområdet har samtidigt ECB annonserat nya låneprogram för bankerna och skjutit fram tidpunkten för nästa räntehöjning. Huruvida Riksbanken vill gå i motsatt riktning och höja räntan i den miljön återstår att se, men vi fäster låg sannolikhet vid det i nuläget.

Hög tid för stabilisering

Att ett antal faktorer utvecklades åt fel håll förra året, innebär inte att de nödvändigtvis behöver fortsätta att utvecklas åt fel håll även i år. Om vi håller oss kvar vid de anledningar som vi kan peka ut som huvudmisstänkta till inbromsningen, så kan vi i vissa fall se att den negativa påverkan redan har klingat av. Kina har sjösatt olika stimulanser som borde hjälpa ekonomin på traven i år. Samtidigt innebär centralbankernas reträtt att räntehotet har minskat. I andra fall, som med handelskonflikten och Brexit, kan vi åtminstone vara optimistiska till att vi kan komma att få någon slags lösning under våren som skingrar osäkerheten och leder till viss återhämtning lite längre fram.

Återhämtningen på världens börser sedan årsskiftet kan tolkas som att det är ett sådant scenario som aktiemarknaden ser framför sig, även om räntemarknaden indikerar fortsatt svaghet (läs mer på sidan 6). Men återigen – det börjar brådska med tecken på en stabilisering. ●

USA: ISM index, tillverkningsindustrin
Index



Lägre kredittillväxt i Kina är en av anledningarna varför tillväxten har mattats av.



Feds räntepaus skapar osäkerhet

Den amerikanska centralbankens besked i slutet av mars att räntan inte förväntas höjas alls i år var överraskande. Trögare konjunktur, svagare inflationstryck och ökad nervositet på de finansiella marknaderna är den cocktail som har fått centralbanken att lägga planerna på räntehöjningar på hyllan. Även om det innebär att räntehotet har avtagit, medför beskedet också ökad osäkerhet.

Låga inflationsförväntningar oroar Powell

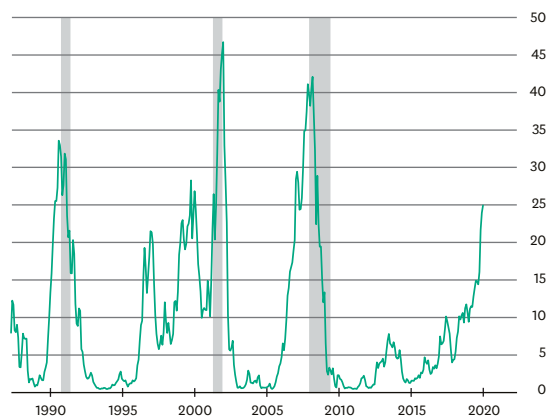
De nio räntehöjningar som Fed har hunnit med sedan 2015 har handlat om att göra penningpolitiken mindre expansiv. Nu är Fed av åsikten att räntan har kommit upp till en nivå som varken stimulerar eller kyler av ekonomin. Fortsatta höjningar härifrån skulle således vara åtstramande. Syftet med att strama åt penningpolitiken är som bekant att förhindra inflationen från att bli för hög. Men där är inte den amerikanska ekonomin ännu. Inflationstakten är visserligen nära målet, men visar inte tecken på att skena iväg. Dessutom är inflationsförväntningarna fortfarande att betrakta som dämpade. Fed-chefen Jerome Powell beskrev nedåtpress på inflationen som ”en av de främsta utmaningarna i vår tid”. Och för att kunna nå inflationsmålet varaktigt behöver inflationsförväntningarna vara tillräckligt höga. Mot den bakgrunden förefaller det logiskt att avstå från att göra penningpolitiken åtstramande.

Allt talar för högre inflation

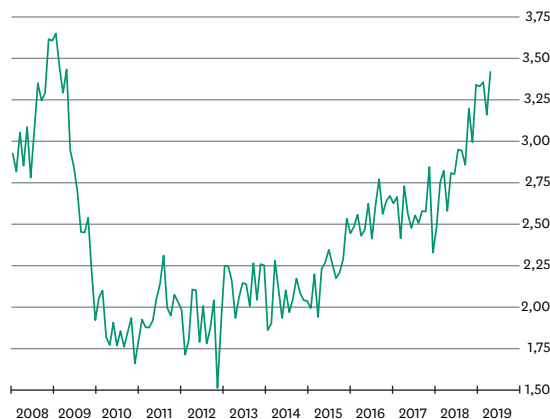
Penningpolitik verkar dock med fördröjning och bör därför inte utformas utifrån de senaste månadernas inflationstakt utan i förhållande till utsikterna. Och även om inflationen är låg just nu, så är förutsättningarna för att den ska stiga högre än på länge. Arbetslösheten är den lägsta sedan 1960-talet, löneökningstakten är den högsta på 10 år, företagens svårigheter att få tag på kompetent personal blir allt större samtidigt som deras kostnadstryck ökar. Det som skulle kunna motverka att högre löner leder till ökad inflation vore om produktiviteten tog fart, men det är svårt att se tecken på att det skulle vara på väg att ske.

En förutsättning för att lönerna ska fortsätta stiga och dra med sig inflationen uppåt är dock att högkonjunkturen består. Här är Feds bedömning att även om tillväxten bromsar in i år, kommer USA:s ekonomi fortfarande växa i högre takt än vad som är långsiktigt uthålligt. Det borgar för

USA: Sannolikhet för recession (NY Fed:s modell)
Procent



USA: Löneökningstakt
Procent



ännu stramare arbetsmarknad med än högre löneökningstakt och inflation. Vi ser därför en betydande sannolikhet för att inflationen stiger i år. Det vore i så fall förenligt med fortsatta räntehöjningar.

Paus skapar osäkerhet

Det är mot den bakgrunden som beskedet att pausa räntehöjningarna – i den här tidpunkten i konjunkturcykeln – skapar osäkerhet. Särskilt eftersom Fed i höstas bedömde att räntan skulle höjas tre gånger i år och så sent som i december såg två höjningar framför sig. I vanliga fall är mjuka signaler från centralbankerna positiva för marknaderna och riskaptiten. Besked om stimulanser har varit en viktig stöttepelare för börserna under de senaste åren. Den här gången verkar det emellertid inte ha haft önskad effekt. Snarare tycks tolkningen ha varit att Fed ser något oroväckande framför sig. *Vad vet de som inte vi vet?* Ett sätt att bättre förstå Feds utspel är om vi tittar på centralbankens egna recessionsindikatorer som har stigit. New York Feds modell signalerar att sannolikheten för en lågkonjunktur inom det närmaste året har ökat till ca 24 procent idag, från omkring 14 procent i höstas. Den bilden reflekteras även av räntemarknaden som nu i allt högre utsträckning prisar in en räntesänkning i år. En mer pessimistisk tolkning av räntepausen är därför att Fed ser risker för en påtaglig försvagning av konjturen i år och oroar sig för att ekonomin inte skulle klara av högre ränta.

New York Feds modell signalerar att sannolikheten för en lågkonjunktur inom det närmaste året har ökat till ca 24 procent idag.

Nästa steg sänkning?

Fed tycks alltså ha skrämt investerare, snarare än att stötta förtroendet. Det aktualiserar frågan vilken roll centralbanken kommer spela om börsfrossan återvänder eller konjunktoren bjuder på besvikelser. I vintras var Jerome Powells besked att Fed skulle vara "tålmodig och flexibel" rätt medicin. Nu är det oklart vad som är rätt väg att gå. Om börsfrossan återvänder eller konjunktoren bjuder på nya besvikelser kommer det inte räcka med att upprepa samma budskap på nytt. Men mycket mjukare kan Fed inte bli utan att signalera att räntan ska sänkas. Och som vi poängterade i Placeringsutsikter förra månaden: Tröskeln för en sänkning är betydligt högre än för en paus. Dessutom skulle det riskera att bekräfta bilden av att läget är allvarligt.

Sammantaget ser vi en snårig stig för Fed att vandra i år. Vårt huvudscenario är fortsatt en mjuk inbromsning för den amerikanska konjunktoren i år. Men vår övertygelse att så blir fallet har sjunkit efter Feds räntebesked. För en sak är svår att komma ifrån; så sent som för några månader sedan var bedömningen att räntan skulle fortsätta att höjas i år. Något – konjunktur- eller inflationsutsikterna – har försämrats så pass mycket under de senaste månaderna att Fed nu inte anser att det är motiverat att höja räntan mer i år. ●



Olika budskap från aktie- och räntemarknaden, eller?

Efter rivstarten på börsen i år har flera aktieindex tagit igen stora delar av höstens ras. Ett globalt börsindex är i skrivande stund bara några få procent ifrån toppnoteringarna i fjol. Samtidigt har obligationsräntorna sjunkit till allt lägre nivåer. Det tycks som att aktie- och räntemarknaden sänder ut olika budskap.

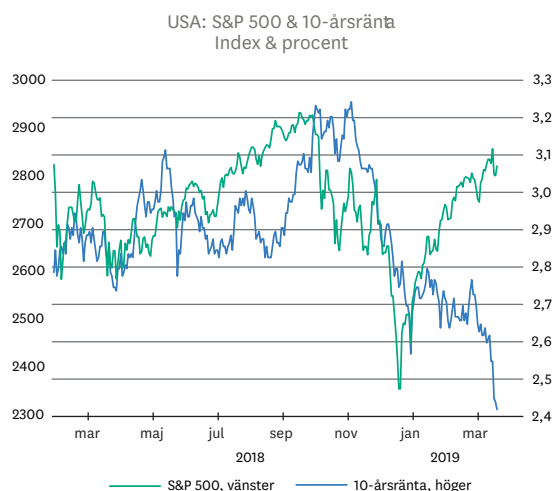
Under de senaste åren har aktie- och räntemarknaden rört sig i tandem på flera håll. Både aktiekurser och obligationsräntor steg i takt med att konjunkturen förbättrades. I USA reflekterade prissättningen även förväntningar om fortsatta räntehöjningar från centralbanken i år. När sedan oron ökade i höstas föll också aktier och obligationsräntor parallellt. Så långt följde de båda marknaderna ett närmast klassiskt exempel på hur vi tänker oss att aktier och räntor ska utvecklas när konjunkturbilden skiftar. Sedan dess har dock utvecklingen gått isär. Medan aktiemarknaden har vänt upp och på flera håll nu nosar på fjolårets högstanivåer förblir obligationsräntorna låga. På många håll – särskilt i Tyskland – har de dessutom fallit till de lägsta nivåerna på flera år. I USA förstärktes utvecklingen efter att Federal Reserve meddelade att inga räntehöjningar väntas i år. Det tycks alltså som att aktier vädrar morgonluft, medan räntor ser bestående svaghet.

Vad förväntar sig aktiemarknaden?

Den snabba och stora uppgången på världens börser i år kan ses som att investerares syn på framtiden har förbättrats. Här gäller det att komma ihåg att förbättringen sker från en mycket låg nivå. Höstens branta börsfall indikerade en ökad risk för att ekonomin var på väg in i lågkonjunktur. Rekylen i år behöver därför inte handla om översvallande optimism – det kan räcka med att risken för en nära förestående lågkonjunktur har minskat, vilket då behöver reflekteras i aktiepriserna. Uppgången om 10–15 procent sedan årsskiftet må vara stor, men avkastningen under det senaste året summerar till omkring 7–8 procent i Sverige och USA, men omkring 0 i Europa, och tillväxtländer ligger fortfarande på minus. Det är knappast förenligt med en ljusnande framtid.

Vad förväntar sig räntemarknaden?

Om återhämtningen på börsen reflekterar förväntningar om en stabilisering av konjunkturen, så tyder räntornas oförmåga att stiga på desto större tvivel. Att börskurserna stiger utan att räntorna går upp, eller till och med sjunker, är visserligen långt ifrån ovanligt. Sjunkande räntor kan också hjälpa börsen att stiga. Viss försiktighet är därför på sin plats när vi försöker tolka marknadernas signaler. Men nedgången i räntor i år är svår att tolka på annat sätt än att räntemarknaden ser att risken för lågkonjunktur inte har minskat i år. Särskilt påtagligt är det när vi tittar på USA där räntemarknaden indikerar större sannolikhet för att styrräntan sänks än att den höjs. I dagsläget uppgår sannolikheten för en räntehöjning i år, baserat på prissättningen på marknaden, till 0 procent, medan sannolikheten för en sänkning är ca 65 procent. Det är en sak om centralbanken avvaktar med framtida räntehöjningar, såsom har kommunicerats, men det är en helt annan



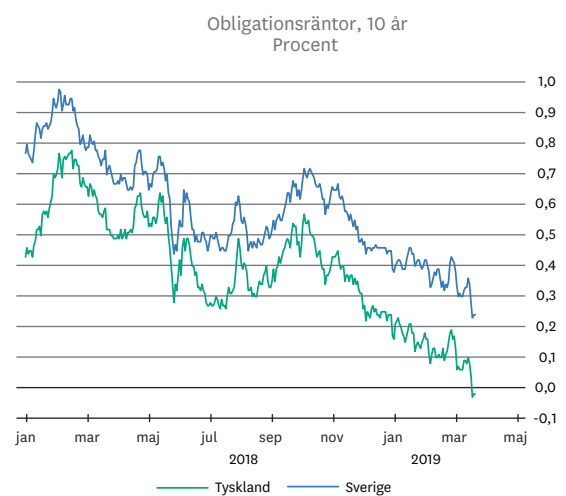


I Tyskland har obligationsräntan fallit till de lägsta nivåerna på flera år.

sak att sänka räntan. En räntesänkning i det här läget, när ekonomin är i full sysselsättning och lönerna stiger i snabb takt, skulle endast ske om ekonomin var på väg att tvärnita.

Goda nyheter efterlyses

Även om vi inte bör läsa in för mycket i marknadsrörelserna, så tycks räntemarknaden fortfarande se risk för fortsatt försvagning, medan återhämtningen på börsen reflekterar att risken för lågkonjunktur har minskat. Som vi konstaterar på första sidan fortsätter det dock vara ont om tecken på att konjunkturen är på väg att stabiliseras. Snarare ser vi att avmattningen fördjupas. Börsens tålamod är dock inte oändligt. Vårt budskap i Placeringsutsikter från förra månaden var att det börjar brådska med signaler på att avmattningen planar ut och att tillväxten stabiliseras. Annars finns risk för nya nedgångar på de finansiella marknaderna, vilket i sin tur kan spä på osäkerheten ytterligare och skapa en ond spiral. Det tål att upprepas. ●



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

April, 2019