

# En outtröttlig börsuppgång i brist på alternativ

Vi lever i en värld med kapital i överflöd, låga räntor och en till synes outtröttlig börsuppgång. Varken Brexit, politisk oro eller dålig statistik har förmått skapa annat än tillfälliga hack i kurvan. Bara det senaste året har världsindex stigit med närmare 25 procent i svenska kronor, och visst går det att peka på faktorer som kan motivera det.

Den globala ekonomin håller sakta på att få upp farten och konjunkturen ser äntligen ut att stabiliseras i både Europa och tillväxtregionerna, nio år efter finanskrisen. Trenden med sjunkande bolagsvinster tycks dessutom ha vänt, vilket ger den mäktiga börsuppgången fastare mark under fötterna. Parallellt med detta fortsätter den stora stimulansfesten.

En annan anledning till uppgången, som kanske är den enskilt viktigaste, är att det helt enkelt inte finns några alternativ till aktier. På engelska går det under benämningen ”TINA – There Is No Alternative”. Räntor ger som bekant ingen avkastning alls. Hedgefonder som grupp har underpresterat de senaste åren. Allt som ger avkastning, som aktier och fastigheter, är dyrt. Och hur skulle det kunna se ut på något annat sätt när det finns närmast oändligt mycket kapital som ska placeras och utbudet av risktillgångar är begränsat?

## Aktiemarknader: Dyrast av allt är USA

I Placeringsutsikter rankar vi den långsiktiga potentialen på världens sju aktiemarknader. Rankingen baseras på

tre faktorer som vi anser är betydande för den framtida avkastningen och som vi inte kan påverka – värderingar, vinsttillväxt i bolagen och hur börserna gått på kort och lång sikt. Den här gången anser vi dock att det finns anledning att inte stirra sig blind på den absoluta rankingen, utan att lägga större tyngdvikt vid värderingen av olika aktiemarknader. Vi kan konstatera att nästan samtliga aktiemarknader är dyra, men dyrast av allt är USA.

*”Vi kan konstatera att nästan samtliga aktiemarknader är dyra, men dyrast av allt är USA.”*

I indikatorns topp ligger Japan och Pacific tillsammans med Asien. Det är de marknader där vi tror att den långsiktiga potentialen är god och där värderingarna faktiskt är attraktiva. USA ligger kvar på en tredjeplats vilket beror på god tillväxt och starkt momentum på börserna. Vi anser dock att värderingarna av amerikanska bolag är skyhöga, vilket kraftigt drar ner oddsen för en långsiktigt god avkastning. Därför väljer vi trots tredjeplaceringen att minska andelen USA i portföljen till förmån för Europa och tillväxtregionerna trots att de rankas lägre. Vi anser att värderingarna där är mer realistiska och tillväxten på väg tillbaka. På sikt bör det gynna aktiekurserna.



# + 25 %

Så mycket har ett globalt aktieindex stigit i svenska kronor på 12 månader

## Rycks inte med i börseuforin

En trend kan ofta hålla i sig längre än man tror, och även om börsuppgången pågått i över åtta år finns förutsättningar för att den kan fortsätta. Väckande bolagsvinster, en stabilare konjunktur i kombination med fortsatt expansiv penningpolitik och bristen på alternativ till aktier talar alla för att toppen kanske ännu inte är nådd. Men det är viktigt att inte glömma riskerna. Det som gör oss ännu mer sårbara om något skulle hända är att penningpolitiken redan är uppskruvad till max, och att det inte finns ammunition att ta av om någon form av chock skulle utlösa en ny lågkonjunktur.

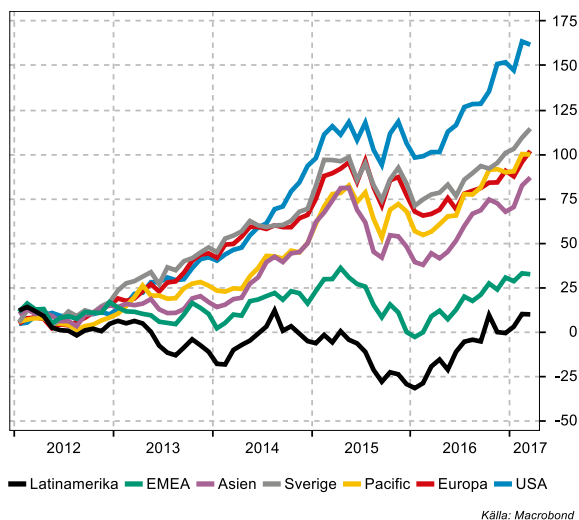
*”Att sälja sina räntefonder när värderingen på aktier är hög är som att säga upp sin brandförsäkring bara för att det inte brunnit på senare år.”*

Aktiemarknaden tycks dock inte särskilt oroad över de risker som finns. VIX-index, som mäter risken på marknaden, är rekordlåg. Både företag och konsumenter blir alltmer positiva till framtiden. Om det händer något oväntat är risken att effekterna på marknaden blir stora eftersom ingen längre tycks vänta sig något annat än bättre tider och högre aktiekurser. Börsuppgången kan mycket väl fortsätta, men vi anser inte att det är läge att ryckas med i börseuforin och öka risken i portföljen. Däremot kan man vikta om bland aktiemarknaderna och öka i de regioner där de långsiktiga förutsättningarna ser mest attraktiva ut.

## Räntor ger låg avkastning men bevarar värde

Skulle det komma en tvåsiffrig börsrekyll kan det ses som ett tillfälle att öka aktieexponeringen något för den som har kapital på sidlinjen. Man bör dock avstå från att placera pengar på börsen som ska utgöra en buffert eller krockkudde vid en börsnedgång. Som vi konstaterat tidigare handlar det om att omvärdera sina förvänt-

Börsutveckling, SEK  
Procent sedan 1 jan 2012



ningar på hur hög avkastningen ska vara. I en värld med nollräntor kommer inte räntefonder att få pengarna att växa, men de kan skydda kapitalet i händelse av börsfall. Att sälja sina räntefonder när värderingen på aktier är hög är som att säga upp sin brandförsäkring bara för att det inte brunnit på senare år.

Maria Landeborn  
maria.landeborn@skandia.se

## PLACERINGSUTSIKTER I KORTHET

Börserna har stigit kraftigt det senaste året. Positiva konjunktursignaler och ett enormt utbud av kapital har drivit på uppgången. Dessutom saknas det alternativ till aktier.

1. Värderingar viktigare än vanligt
2. Rycks inte med i börseuforin
3. Korta räntor bevarar värde

# Makroutblick

## Ekonomi på stadigare ben

Den globala ekonomin håller på att få upp farten. Konjunkturen står dessutom på stadigare ben idag än för bara något år sedan. Trots att vi är inne på det nionde året efter finanskrisen är konjunkturcykeln fortfarande i någon form av inledningsskede på många håll. Vi ser fortsatt låg risk för recession, men räknar med att ekonomin utsätts för nya chocker. Under de senaste åren har sådana fått begränsad spridning, men med en uttömd penningpolitisk arsenal är sårbarheten stor. Riskbilden fortsätter därmed vara förhöjd.

### Mot lite bättre tider

Den globala ekonomin står på stadigare ben idag än för något år sedan. Orosmolnen har skingrats och förtroendemätningar bland såväl hushåll som företag vittnar om växande optimism. På senare tid har även ”hårda data” i form av faktisk produktion och globala handelsvolymerna stigit. Fjölårets stabilisering av den kinesiska ekonomin med högre råvarupriser och accelererande global industrikonjunktur som följd är viktiga förklaringar till den ljusare bilden. Även det gynnsamma läget för hushållen, med allt högre sysselsättning, låga räntor och växande förmögenhetsvärden bidrar till att efterfrågan stiger. Sammantaget talar förutsättningarna för att tillväxten ökar något i år i både utvecklade länder och tillväxtländer. Det handlar dock om en förhållandevis blygsam förstärkning av konjunkturen med ett par tiondelars högre tillväxttakt i år jämfört med i fjol. Merparten av förbättringen förklaras dessutom av att recessionerna i Ryssland och Brasilien tar slut samtidigt som den amerikanska tillväxtsvackan under första halvåret i fjol inte upprepas i år. I dessa länder ökar tillväxten i år, medan den mattas av i Kina. I euroområdet och Japan blir förändringarna små. Nettot blir en liten förbättring för världsekonomin.

### Stimulansfesten har ökat riskerna

Konjunkturer dör inte av hög ålder. Ofta är det chocker av olika slag eller penningpolitisk åtstramning som får festen att ta slut. Att räntehöjningar skulle slå undan benen för konjunkturen i närtid får ses som osannolikt. I USA går visserligen Fed framåt med räntehöjningar, och ambitionen är även att krympa balansräkningen. Förr eller senare mynnar den processen ut i en kännbar åtstramning, men det ligger en bra bit fram i tiden. Utanför USA är det dessutom fortfarande full gas som gäller, och innan centralbankerna börjar bromsa ska de

först lätta på gaspedalen. Det är större risk att centralbankerna inte hinner bygga upp tillräckligt med ammunition inför nästa lågkonjunktur än att de skulle orsaka den. Däremot kan de senaste årens stimulansfest ha ökat riskerna inför framtida kriser. Noll- och minusräntor samt enorma obligationsköp har drivit upp tillgångspriser och sannolikt även manipulerat ekonomins funktionssätt i olika former. Exakt vilka risker det för med sig är svårt att uppskatta så länge festen pågår – baksmällan tenderar som bekant att komma efteråt.

### Dags för en ny chock snart?

Faktum är att chocker med efterföljande recessioner är förhållandevis vanligt. Under de senaste fem åren har skuldskris, politiska beslut, oljeprisas och väpnad konflikt med efterföljande sanktioner lett till att världsekonomin har fått navigera genom recessioner i stora ekonomier som euroområdet, Japan, Brasilien och Ryssland. Mot bakgrund av frekvensen under de senaste åren får det anses vara rimligt att räkna med att ytterligare en objuden gäst dyker upp inom en inte allt för avlägsen framtid. Problemen med chocker är dock att de är just chocker – och därmed oväntade. Vi kan därför inte uppskatta hur stor risken är att de drabbar oss. De kan också se väldigt olika ut. Allt från naturkatastrofer och terroristattacker till finansbubblor och policymisslag kan dyka upp ur kulisserna. En lärdom vi kan dra är dock att de gångna årens kriser har kunnat hanteras. Tillväxten i världsekonomin har minskat och börserna har tagit stryk, men spridningsriskerna har kunnat lindras. Det är dock ingen garanti inför framtiden. I dagens läge med högt värderade finansiella marknader, den högsta skuldsättningen någonsin och uttömd penningpolitisk arsenal är vi mer sårbara än tidigare om något skulle gå fel.

# Vad säger råvarumarknaden om aktiemarknaden?

Under förra året steg priserna på råvaror för första gången på flera år. Det var naturligtvis en välkommen utveckling för sparare med råvarufonder i portföljen. Men råvaror är inte bara en investering. De kan även användas för att få ett grepp om var aktiemarknaden befinner sig och framförallt för att söka svar på den viktiga frågan om den är nära början eller slutet av uppgången. Det finns nämligen kända relationer mellan råvarupriser och börskurser.

## Råvaror på stabilare grund

Under förra året steg priserna på råvaror, mätt som Bloomberg Commodity Index, med drygt 11 procent. I svenska kronor blev dock uppgången nästan dubbelt så stor. Merparten av uppgången skedde under vårmånaderna, därefter har priserna stabiliserat sig, men på årsbasis var utvecklingen alltså positiv. Att råvarupriserna stiger är förhållandevis nyttillkommet. Från 2011 fram till förra året var prisutvecklingen negativ varje år och totalt sett halverades råvarupriserna. Det står i tvär kontrast med utvecklingen på aktiemarknaderna. För medan råvarupriserna sjönk drygt 50 procent mellan 2011–2015, så steg ett globalt aktieindex nästan 50 procent i amerikanska dollar under samma period. Ser vi däremot till förra året så var mönstret det omvända då råvarupriserna steg mer än aktiekurserna.

*”Medan råvarupriserna sjönk drygt 50 procent mellan 2011–2015, så steg ett globalt aktieindex nästan 50 procent i amerikanska dollar under samma period.”*

Sammantaget har alltså råvarupriserna utvecklats svagt under en lång period men stigit under det senaste året,

Börsutveckling och råvaruprisindex  
Procent sedan 1 jan 2011, USD



medan aktier har gått starkt under lång tid. Dessa rörelser har naturligtvis påverkats av en uppsjö av faktorer. Centralbankernas penningpolitikiska stimulanter och ny teknik i form av okonventionell oljeutvinning är två exempel som har haft sina fingrar med i spelet. Men de kan även sättas i relation till historiska mönster. Från forskningen<sup>1</sup> vet vi att aktier tenderar att gå som bäst i slutskedet av en lågkonjunktur och som sämst tidigt i en lågkonjunktur. Råvaror ger å andra sidan högst avkastning sent i en högkonjunktur och tenderar att gå sämst sent i en lågkonjunktur. De brukar även ge

<sup>1</sup> Gorton, G., Rouwenhorst, K. G. (2004). "Facts and Fantasies About Commodity Futures", NBER Working Paper 10595

positiv avkastning i början av en lågkonjunktur. Annorlunda uttryckt brukar aktier ligga före den generella konjunkturutvecklingen, medan råvaror släpar efter.

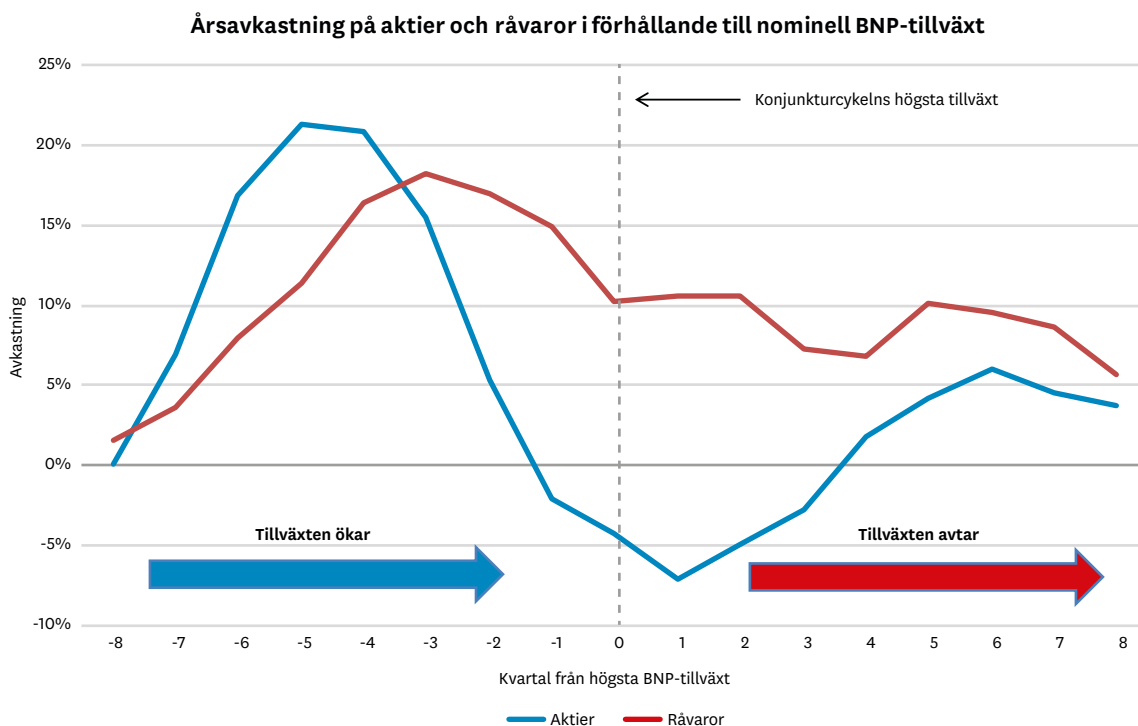
*”Annorlunda uttryckt brukar aktier ligga före den generella konjunkturutvecklingen, medan råvaror släpar efter.”*

## Råvarupriser signalerar långt gången konjunktur

Den pågående konjunkturcykeln liknar dock inte någon annan. Penningpolitiken indikerar lågkonjunktur som bäst och till och med kris på vissa håll. Förtroendemätningar bland hushåll och företag signalerar däremot ett mycket starkt läge. Ser vi istället till faktiska produktionssiffror från industrin, så är vi någonstans mittemellan. Med så spretande signaler är det svårt att bilda sig en tydlig uppfattning om exakt var i konjunkturcykeln vi befinner oss. Det vi dock kan konstatera är att den nuvarande cykeln har pågått under många år. I ett historiskt perspektiv går vi till och med på övertid. Mot den bakgrunden passar uppgången i råvarupriser bra in i bilden eftersom de, som nämns ovan, tenderar att stiga sent i en konjunktur.

*”Budskapet från råvarumarknaden är alltså att vi har kommit ganska långt in i konjunkturcykeln. Baserat på de historiska sambanden tyder det på en mer återhållsam utveckling för aktier framöver.”*

Budskapet från råvarumarknaden är alltså att vi har kommit ganska långt in i konjunkturcykeln. Baserat på de historiska sambanden tyder det på en mer återhållsam utveckling för aktier framöver. Det är i grund och botten samma budskap som vi kan ta med oss av de höga värderingarna på aktier. Nu ger naturligtvis inte aktievärderingar och utvecklingen för råvarupriser en fullständig bild av utsikterna för aktiemarknaden, men de hjälper oss en bra bit på vägen. Och med en uppgång på nära 200 procent för världsindex, eller 14 procent per år, sedan börsbotten i mars 2009 är det nog inte en helt orimlig slutsats att de bästa tiderna för aktiemarknaden ligger bakom oss för den här gången.



**Bilden visar sambandet mellan nominell BNP-tillväxt i USA på kvartalsbasis med avkastningen på aktier och råvaror sedan 1970. X-axeln är förskjutningen i kvartal från den högsta tillväxten under konjunkturcykeln ("0" i skalan). Aktier tenderar att ge högst avkastning 4–5 kvartal innan konjunkturen vänder ned och när tillväxten är som högst tenderar aktier att ge negativ avkastning. Råvaror ligger senare i cykeln än aktier och brukar ge högst avkastning omkring 3 kvartal innan den högsta tillväxten nås.**

## Portfölj

# Håll huvudet kallt i börsuppgången

Aktier går som tåget. Ett globalt index har stigit med omkring 25 procent i svenska kronor det senaste året och det var länge sedan vi hade en kraftig sättnings på börsen. Marknaden väljer för tillfället att fokusera på goda nyheter, men det saknas inte risker. Vi tycker att man ska hålla huvudet kallt och avstå från att öka exponeringen mot aktier i det här läget.

När vi släppte Placeringsutsikter i november 2016 var vår rekommendation att ta hem en del av årets vinst. Ett globalt börsindex hade då stigit med 14 procent sedan årsskiftet, vilket är en med beröm godkänd årsavkastning. Med facit i hand kan vi konstatera att börsen hade ännu mer att ge. Uppgången har fortsatt med en styrka som var svår att förutse, och dessutom utan några nämnvärda hack i kurvan. Under tiden har den ekonomiska återhämtningen fortsatt i Europa, Latinamerika och EMEA. I USA har kurserna stigit på president Donald Trumps löften om reformer och skattelättnader. Samtidigt ser världens konsumenter och företag allt ljusare på framtiden. Vi har dessutom varit förskonade från stora negativa nyheter vilket gjort att volatiliteten, risken på marknaden, nu prissätts som låg.

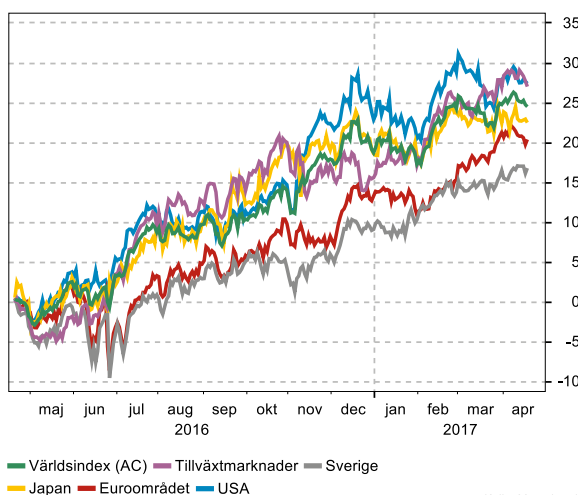
Visst är det glädjande med börsuppgång och goda nyheter, men när ingen längre väntar sig något annat än en ljus framtid kan kursrörelserna bli stora i händelse av en chock. Och de risker som finns är inte negligerbara; höga aktievärderingar, geopolitiska spänningar och inte minst hur Donald Trump kommer att agera i världspolitik och huruvida han lyckas driva igenom utlovade reformer. Uppgången har dessutom gjort att aktier är ännu högre värderade än tidigare och det ställer krav på att den vinsttillväxt vi sett den senaste tiden är här för att stanna. Vi har heller inte haft några stora rekyler på börsen sedan förra sommaren. I samband med det amerikanska presidentvalet skakade det till, men inte mer än så. Marknaden valde snabbt att fokusera på det tillväxtfrämjande i den nya presidentens politik och börsen vände uppåt redan dagen efter valet. Inte ens Feds räntehöjningar oroar längre.

Som placerare är det lätt att vilja öka sin exponering mot marknaden när börsen stiger och fokus ligger på det som är positivt, men i den mäktiga börsuppgången gäller det att hålla huvudet kallt och inte drabbas av

börseufori. Alternativen till aktier är få eller inga för den som söker avkastning och om prognoserna om en vinsttillväxt på 10 procent i år håller kan börsen mycket väl stiga med lika mycket. Trots det bör den som redan har en önskvärd fördelning mellan aktier och andra placeringar inte öka risken. Aktieexponeringen ökar ändå när börsen stiger om man inte rebalanserar portföljen och tar hem vinsten med jämna mellanrum. Möjligen kan den som har kapital på sidlinjen välja att öka aktieandelen i händelse av en börsrekyl.

Att sprida risken är avgörande för en stabil avkastning över tid, men det handlar inte bara om att fördela kapitalet mellan aktier och räntor. Det gäller också att placera på olika aktiemarknader och att i vissa lägen öka exponeringen mot de regioner som är mer attraktiva än andra. Hur vi ser på världens aktiemarknader kan du läsa mer om på nästa sida.

Börsutveckling rullande 12 mån  
Procent, SEK



Källa: Macrobond



# Värdeindikatorn – en bit i det stora investeringspusslet

Hur skapas värde på en aktiemarknad? Vi tror att det finns tre mätbara faktorer som är viktiga för avkastningspotentialen på lång sikt. Dessa är värderingen på aktier, företagets vinsttillväxt och den faktiska börsutvecklingen. Dessa tre variabler ligger till grund för den modell som vi kallar Skandias värdeindikator som rankar potentialen på världens sju aktiemarknader. Tillsammans med kvalitativ analys utgör värdeindikatorn en del av det underlag Skandia använder för att bedöma vilka aktiemarknader som utgör de mest intressanta investeringarna.

## Så fungerar Skandias värdeindikator

För att få en så nyanserad bild som möjligt av avkastningspotentialen i varje region analyserar vi värderingar, vinsttillväxt och börsutveckling i både absoluta och relativa termer, på såväl kort som lång sikt. Vi jämför exempelvis dagens värdering av en aktiemarknad med hur den har sett ut historiskt, både i relation till sig själv och i relation till globala värderingar. På så sätt får vi veta om den aktuella värderingsrabatten eller -premien är större eller mindre än normalt. Det innebär att alla aktiemarknader kan vara dyra eller billiga samtidigt. Den här gången anser vi att majoriteten av världens aktiemarknader faktiskt är dyra, och att det är värt att fästa extra vikt vid just värderingar när det gäller att välja vilka marknader som ska viktas upp eller ner i portföljen.

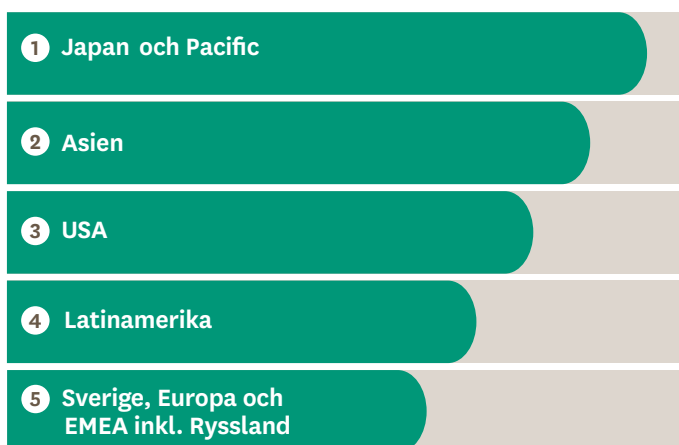
## Vad säger historiken om framtiden?

Den faktiska börsutvecklingen mäter vi på 5, 3, 1 år samt 3 månaders sikt. Vid ett test av modellen under de senaste 15 åren ser vi att den historiska börsutvecklingen

har varit viktig för hur börsen har gått framöver. Ofta handlar det om att trender håller i sig längre än vad man kan tro när investerare flockas kring de marknader som går bra. Man kan också tänka sig att kapitalflöden blir extra viktiga i en tid med så mycket likviditet som vi har haft de senaste åren, med ultralåga räntor och centralbanker som trycker pengar på löpande band. Vi befinner oss dock i en värld där de ekonomiska förutsättningarna ser annorlunda ut än de någonsin gjort tidigare, vilket kan betyda att historien nu säger mindre än vanligt om framtiden.

## Anledning att ifrågasätta rankingen

Resultatet av värdeindikatorn blir en objektiv ranking av avkastningspotentialen på världens sju aktiemarknader. Högst ranking betyder störst långsiktig avkastningspotential och lägst ranking minst potential. Vi vill betona att indikatorn ska användas för placeringar på lång sikt, fem år eller mer – den säger ingenting om vilken marknad som kommer att gå bäst nästa månad eller ens nästa år. Det är också viktigt att understryka att det finns gott om faktorer som inte fångas upp av indikatorn och som kräver en kvalitativ analys och bedömning. Indikatorn ska därför endast ses som en del i det stora investeringspusslet – inte som hela sanningen. Just den här gången anser vi att det finns all anledning att ifrågasätta rankingen. Vår bedömning är att USA är den minst attraktiva marknaden för tillfället, medan Europa har betydligt högre potential än vad indikatorn gör gällande. Mer om detta finns att läsa på kommande sidor där vi går igenom förutsättningarna på varje marknad.



Skandias värdeindikator visar vilka marknader som har högst respektive lägst potential att ge en god avkastning på lång sikt. 1 innebär högst potential, och 5 lägst potential. Indikatorn utgör en del av den totala bedömning Skandia gör av vilka marknader som utgör de mest intressanta investeringarna.

# Marknadsöversyn

## Japan och Pacific: Värderingsrabatten är obefogad

Japan och Pacific har rankats högst i Skandias värdeindikator sedan våren 2015 och så även den här gången. Det fortsätter att vara kombinationen av stark historisk förmåga att skapa vinststillväxt bland bolagen och inte minst attraktiva värderingar som ligger till grund för förstaplatsen. Värderingar ger naturligtvis inte hela bilden. Aktier är ofta billiga av en anledning, och de kan fortsätta att vara billiga i en oändlighet. I Japan och Pacifics fall tycker vi dock att de låga värderingarna skapar ett attraktivt köpläge.

Det handlar inte bara om att dessa börser är billiga. Det handlar om att de är billiga när nästan allt annat är dyrt. Japan och Pacific är den enda av de sju regionerna som är lägre värderat idag än snittet för de senaste tio åren. Även i relativa termer ser det attraktivt ut. Under de senaste tio åren har den japanska aktiemarknaden i snitt varit dyrare än världsindex. I dag är börserna billigare. Och skillnaden mellan dagens värdering och det historiska snittet är som störst i just Japan. Trots det har den japanska aktiemarknaden gett näst högst avkastning av de sju regionerna under de senaste fem åren.

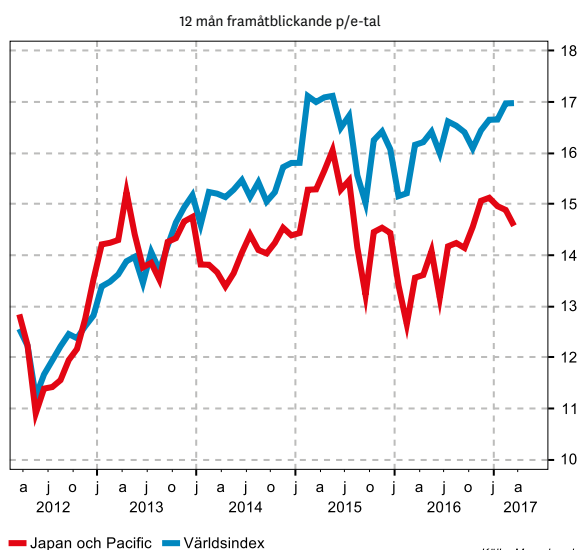
*”Det handlar inte bara om att dessa börser är billiga. Det handlar om att de är billiga när nästan allt annat är dyrt.”*

Japans ekonomi är trög, och även om framåtblickande indikatorer som inköpschefsindex och Tankan-undersökningen tyder på att tillväxten håller på att accelerera, så handlar det trots allt om ganska återhållsamma tillväxttal även framöver. Japanska företag har dock lång vana av låg inhemsk tillväxt. De är dessutom väl positionerade för en förstärkning av den globala konjunkturen. Hög operationell hävstång gör att ökad försäljning får stort genomslag i bolagsvinsterna. Det är särskilt lockande mot bakgrund av bolagens stora produktion i, och export till, USA där förväntade reformer kan stärka efterfrågan.

Vi tycker dock inte att den inhemska miljön ska underskattas. Det som har hållit tillbaka konjunkturen på senare år är hushållens konsumtion som fick sig en ordentlig törn efter momshöjningen 2014. Faktum är att konsumtionen i princip har stått stilla sedan 2014. Nyckeln till att få fart på konsumtionen är lönerna, och här ser vi förbättrade förutsättningar. Bristen på arbetskraft bland japanska företag är den största på 25 år och det skapar grogrund för fortsatta löneökningar. Att lönerna kan vara på väg upp märks även i olika hushållsbarometrar

och på områden som bilförsäljning som växer med tvåsiffriga tal. Det är ännu för tidigt att dra långtgående slutsatser, men om de senaste månadernas utveckling håller i sig, kommer prognoserna för Japan behöva skrivas upp.

Vi tycker inte att Japan och Pacifics värderingsrabatt är befogad.



## Asien: Bäst val av tillväxtmarknaderna

Asien fortsätter att vara vår favorit bland tillväxtmarknaderna, och i likhet med i höstas hamnar regionen på plats två i rankingen. Som vi skriver på tidigare sidor anser vi att värderingen på de olika aktiemarknaderna är särskilt viktig just nu. Asien är den näst lägst värderade regionen, vilket ger ett attraktivt utgångsläge. Historiskt brukar regionens börser vara billigare än världsindex, men i dagsläget är den rabatten nästan dubbelt så stor, vilket ytterligare stärker regionens position.

I valet mellan de tre tillväxtmarknaderna är Asien vår favorit av flera anledningar. En grundläggande förutsättning är att tillväxten både är högre och stabilare. Medan prognoserna talar för skral tillväxt i EMEA och Latinamerika framöver kommer Asien växa i närheten av 6 procent under överskådlig tid. Vi tror också att de asiatiska tillväxtekonomierna är bättre rustade för sämre tider. Tillväxten är hög i utgångsläget och regionen skulle snarast gynnas av sjunkande råvarupriser som skulle följa på en recession. Det kan jämföras med t ex Ryssland och Brasilien vars börser domineras av råvarubolag. Till skillnad från EMEA där låga värderingar är motiverat mot bakgrund av stora politiska risker, stor andel råvarubolag och bräckliga ekonomier tycker vi alltså inte att Asiens värderingsrabatt är befogad.



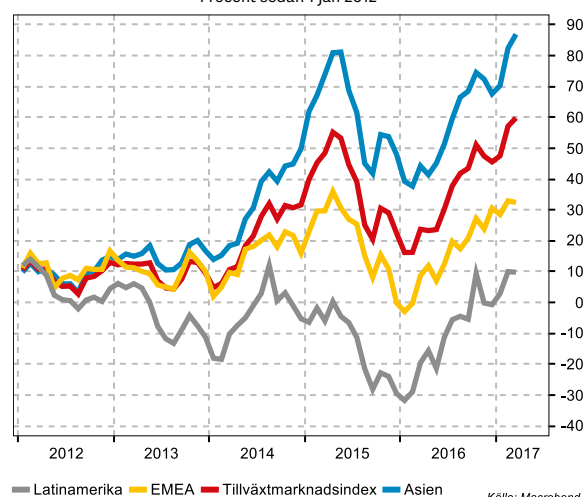
## ”Den indiska ekonomin står inför den resa som Kina redan gjort då ekonomin behöver växa i hög takt för att öka välbefindet bland befolkningen.”

Kina och Indien står tillsammans för ca 50 procent av indexet. Andra tungviktare är Sydkorea, Taiwan och Indonesien. Det ger en bra spridning mellan länder som är i olika skeden av sin utveckling och mellan olika sektorer. I Kina stabiliserades tillväxten på en hög nivå under fjolåret och i början av 2017 accelererade konjunkturen ytterligare. Vi räknar dock med litet lugnare utveckling framöver i takt med att myndigheterna skiftar fokus från att driva upp tillväxttalen till att minska de finansiella riskerna i ekonomin. Åtgärder i den riktningen har redan påbörjats. Dessutom fortsätter omställningen från industri- till tjänsteekonomi som också leder till lägre tillväxt. Vi välkomnar dock den utvecklingen då det leder till en mer stabil ekonomi med mer högkvalitativ tillväxt.

Medan Kinas tillväxt avtar kommande år, ser den ut att öka i Indien. Den indiska ekonomin står inför den resa som Kina redan gjort då ekonomin behöver växa i hög takt för att öka välbefindet bland befolkningen. Landet har dessutom genomfört en rad viktiga reformer de senaste åren som stärker vår positiva syn på Asiens nya tigrisekonomi.

Med hög tillväxt och rimliga värderingar förblir Asien vår långsiktiga tillväxtmarknadsfavorit, och extra intressant är Indien.

Börsutveckling, tillväxtmarknader i svenska kronor  
Procent sedan 1 jan 2012



### USA: Dyrt, dyrare dyrast

Det finns många skäl att investera i amerikanska aktier. Flera av bolagen producerar världsledande produkter och har som kollektiv uppvisat god förmåga att skapa vinsttillväxt. Det är också lätt att se positiva utsikter för företagen. På hemmaplan hålls efterfrågan uppe av en stadigt förbättrad arbetsmarknad och har potential att

stärkas ytterligare framöver av planerade skattesänkningar och investeringar. I takt med att den globala konjunkturen ser ut att stärkas förbättras även utsikterna för exportbolagen. Dessutom bidrar det senaste årets återhämtning för råvarupriserna till att det värsta stälbadet för energisektorn är över.

Problemet är bara att den amerikanska börsen är dyr. Av de sju regionerna i Skandias värdeindikator är USA dyrast i såväl absoluta som relativa termer. Faktum är att amerikanska aktier bara har varit så här dyra vid två tillfällen tidigare – inför borskraschen 1929 och inför IT-bubblan vid millennieskiftet. Det betyder inte att nuvarande värderingsnivåer förespår en borskrasch – historien visar att värderingen kan ligga kvar på de här nivåerna ett bra tag och till och med stiga ytterligare innan det vänder ned. Det innebär däremot att den förväntade avkastningen på amerikanska aktier härifrån är låg. Nu är helt enkelt inte ett bra tillfälle att köpa amerikanska aktier.

Problemet med de höga värderingarna är att en mycket positiv framtid reflekteras i börskurserna – amerikanska aktier är *priced for perfection*. Till viss del bygger förväntningarna på att Donald Trumps finanspolitiska reformer ska stärka konjunkturen och bolagsvinsterna ytterligare. Istället för att vänta och se har marknaderna tagit ut möjligheterna i förskott och prisat in både implementering och ekonomisk effekt av stimulanserna. För att *Trumponomics* ska kunna lyfta kurserna ytterligare räcker det alltså inte med att politiken genomförs – det är ju redan inprisat – den nyblivne presidenten måste leverera än mer kraftfulla stimulanser. Vi tror att det kommer bli tillräckligt utmanande att infria rådande förväntningar och räknar inte med några positiva överraskningar. Vi ser därför begränsad uppsida i amerikanska aktier den närmaste tiden. Dessutom finns naturligtvis risken att Trump misslyckas, vilket ökar riskerna på nedsidan.

”Problemet med de höga värderingarna är att en mycket positiv framtid reflekteras i börskurserna – amerikanska aktier är priced for perfection.”

Ytterligare ett orosmoln för den amerikanska aktiemarknaden är penningpolitiken. Börsen har hanterat de senaste två räntehöjningarna med bravur. Anledningen är att marknaden vet att stimulansfesten inte tar slut i och med räntehöjningarna utan bara tar ny skepnad när Vita huset tar över stafettpippen från Federal Reserve. Men frågan är hur många fler räntehöjningar börsen orkar med. Siktet är inställt på två till i år. Det kan gå, men då krävs att förväntningarna på Trump infrias och att återhämtningen för bolagsvinster håller i sig. Annars riskerar den välbekanta börsoron ta kommandot igen.

# Placeringsutsikter maj 2017

Amerikanska aktier är en given byggsten i portföljen och ofta en långsiktig vinnare. Men just nu gör kombinationen av höga värderingar och förväntningar samt begränsad uppsida att vi minskar innehavet i amerikanska aktier till förmån för andra regioner som vi bedömer har högre potential.

USA: Schiller cykliskt justerade p/e-tal för S&P 500



Källa: Macrobond

## Latinamerika: Pågående *turnaround* i trippel bemärkelse

De latinamerikanska börserna, och då särskilt Brasilien som utgör nästan 60 procent av indexet, har varit det senaste årets starkast lysande stjärna. Det är lätt att förstå varför då det pågår en *turnaround* i trippel bemärkelse. Dels har den politiska miljön fått en vitamininjektion efter att den förra presidenten Dilma ersattes av Temer. Vidare har konjunkturen visat bottenkänning och recessionen är på väg att ta slut. Dessutom har bolagsvinsterna bottnat ur och ökar på nytt.

Återhämtningen för råvarupriser är en viktig förklaring till den ljusare bilden. Högre råvarupriser har stöttat industrin som är på god väg att visa positiv tillväxt igen efter en flerårig avtagande trend. Särskilt glädjande är även att den pågående förbättringen har skett parallellt med att inflationen har halverats från toppnivåerna 2015. Styrräntan har därför kunnat sänkas samtidigt som bredare mått på kreditförhållanden har lättat.

Man ska dock komma ihåg att börsuppgången har skett från en mycket låg nivå. Om vi istället tittar på de senaste fem åren är Latinamerika den sämsta regionen – både i lokal valuta och svenska kronor. Börsrusningen det senaste året har alltså handlat om att Latinamerika har tagit igen förlorad mark och att försprånget för de övriga regionerna har minskat. För att den trenden ska hålla i sig och Latinamerika ska fortsätta knappa in på övriga länder krävs mer.

Tittar vi på utsikterna är det svårt att behålla optimismen. Recessionen håller visserligen på att ta slut, men det som väntar därefter är en modest återhämtning. Behovet av ekonomiska reformer och produktiva investeringar är enormt. Som exempel kan nämnas att brist på tillräcklig hamnkapacitet hämmar exportmöjligheterna och dåligt vägnät gör att transportkostnader (inklusive förruttelse längs vägen) är betydligt högre än för konkurrenter i andra länder. Korruptionen har dessutom ett fast grepp om politiken. Utöver den realekonomiska och bolagsekonomiska förbättringen så reflekterar börsuppgången på senare tid som bekant även stora förhoppningar på det nya politiska styret. Problemet är bara att den nuvarande presidenten Temer har ont om tid. Nästa år är det val i Brasilien. Han måste alltså både fokusera på att driva igenom (till viss del impopulära) reformer och samtidigt försöka bli omvald. Det brukar vara en svår kombination.

*”Börsrusningen det senaste året har handlat om att Latinamerika har tagit igen förlorad mark och att försprånget för de övriga regionerna har minskat. För att den trenden ska hålla i sig krävs mer.”*

Den positiva trenden för regionens vinstrekyl och börsuppgång kan säkerligen hålla i sig ett tag till. Men det förutsätter ihållande förbättring av den globala konjunkturen och frånvaro av politiska besvikelser. De lågt hängande frukterna är redan plockade.

Brasilien: Vinsttillväxt i lokal valuta

Baserat på MSCI Brazil, rullande 12 mån, årstakt, procent, BRL



Källa: Macrobond

## Sverige: Flera skäl till vind i seglen

Stockholmsbörsen handlas idag på ett P/E över 17 vilket är betydligt högre än det historiska snittet. Direktavkastningen ligger runt 3,5 procent, en klart bättre "ränta" än vanligt räntesparande som ger runt noll. Det talar för aktier och är en delförklaring till att värderingarna är höga. På Stockholmsbörsens pluskonto kan nämnas att vinsterna för första gången på länge revideras upp. I skrivande stund pågår rapportssäsongen för fullt och under andra halvan av maj kommer vi att ha facit för årets tre första

**"Återhämtningen i världsekonomin gynnar svenska, börstunga exportbolag. Detsamma gör den svaga svenska kronan."**

månader vad gäller försäljning och vinster. Vi kan dock redan nu konstatera att flera av de stora verkstadsbolag som redan rapporterat har slagit förväntningarna. Glädjande är också att det råder fortsatt högkonjunktur i svensk ekonomi som växer med närmare 3 procent i år. Återhämtningen i världsekonomin gynnar också svenska, börstunga exportbolag. Detsamma gör den svaga svenska kronan. Riksbankens minusränta och obligationsköp är även de borspositiva. Att de långsiktiga effekterna av att stimulera en redan stark ekonomi är mer tveksamma har vi konstaterat tidigare. Stigande bopriser och hög skuldsättning skapar risker ekonomin och även om Finansinspektionen i sin senaste rapport om bolånemarknaden slår fast att amorteringskravet haft effekt, så är många hushåll fortfarande högt skuldsatta i förhållande till sin inkomst eller bostadens värde. I ett läge med sjunkande bopriser eller stigande räntor kan reaktionen bli kraftig och förstärka en lågkonjunktur.

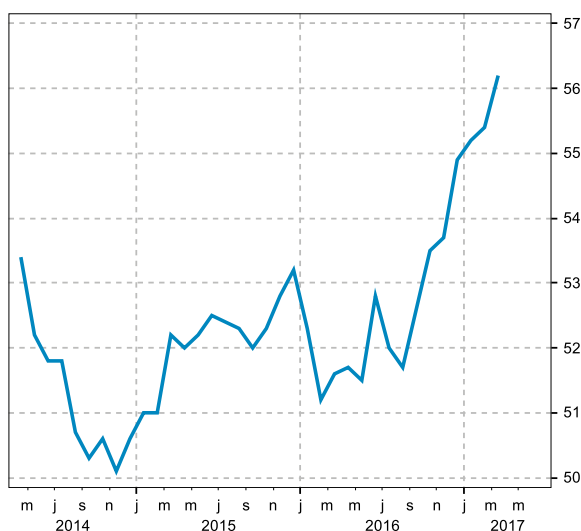
Att världsekonomin nu stärks, om än långsamt, minskar riskerna för ett litet, exportberoende land som Sverige. Sverige rankas alltså lågt av indikatorn och är för tillfället dyrt – i likhet med större delen av världens aktiemarkna-

der. Vi anser dock att vår hemmamarknad har en särställning tack vare valutan. En förstärkning av svenska kronan kommer inte påverka avkastningen på svenska aktier, men skulle drabba avkastningen på utländska aktiemarknader negativt. Som svensk sparare bör man därför alltid ha en viss andel svenska aktier i portföljen.

## Europa: Potentialen finns där

Europa är ett bra exempel på när vi inte håller med indikatorns ranking. För trots att regionen flyttas ned ett snäpp i rankingen, så väljer vi att öka i europeiska aktier. Nog för att det finns utmaningar – en sådan är den bräckliga banksektorn som har skakat om regionens börser vid tidigare tillfällen. Men vi ser även hur de positiva faktorerna växer i form av en starkare konjunktur och minskade politiska risker. Vi anser därför att värdeindikatorn målar

Euroområdet:  
Inköpschefsindex, tillverkningsindustrin



Källa: Macrobond

en lite väl dystert bild av den europeiska aktiemarknaden. Under förra året blev de gröna skotten i den europeiska konjunkturen allt fler. Även om de faktiska skillnaderna i BNP-tillväxt i år jämfört med i fjol sannolikt blir små, så tyder signalerna på en succesiv förbättring. Till skillnad från USA, så är konjunkturen i euroområdet fortfarande i ett inledningsskede. Industrin har precis börjat få upp farten, pristrycket är dämpat och det finns fortfarande gott om lediga resurser. Det innebär att den resa som den amerikanska ekonomin har gjort under senare år fortfarande ligger framför Europa.

Viktigast för aktiemarknaden är dock bolagsvinsterna, och här såg vi en rekyl i slutet av förra året efter en årlång svacka dessförinnan. I takt med att såväl den inhemska som den internationella konjunkturen stärks har den utvecklingen potential att hålla i sig. Om vi återigen jämför med USA, där högt resursutnyttjande och stigande räntor riskerar att driva upp kostnaderna för företagen och därigenom sätta press på marginalerna, så gynnas de europeiska bolagen av fortsatt lågt kostnadstryck. Om vi dessutom lägger till skillnaden i värdering mellan USA och Europa, så föredrar vi Europa.

Sverige: Börsvärdering  
12 mån framåtblickande p/e-tal på MSCI Sweden



Källa: Macrobond

*”Under det senaste året har den politiska riskbilden stått i fokus, och det med all rätt. Men vi ser också möjligheter i det europeiska supervalåret.”*

Under det senaste året har den politiska riskbilden stått i fokus, och det med all rätt. Men vi ser också möjligheter i det europeiska supervalåret. I skrivande stund väntar den andra valomgången i Frankrike där opinionsmätningarna tyder på att Emmanuel Macron kommer att vinna. Om så blir fallet så innebär det tillsammans med avklarade val även i Nederländerna och Österrike, att den politiska riskbilden har lättat. Fotfarande kvarstår val i Storbritannien och Tyskland, men där är riskbilden mer nedtonad. Det som i början av året såg ut att bli en nagelbitare av rang, kan istället komma att bli startskottet för ett intensifierat samarbete mellan Europas jättar i riktning mot ett reformerat, mer spetsigt EU som kan driva igenom de reformer och investeringar som regionen är i stort behov av.

### **EMEA inkl. Ryssland: Kroniskt ”billigt” men inte köpvärt**

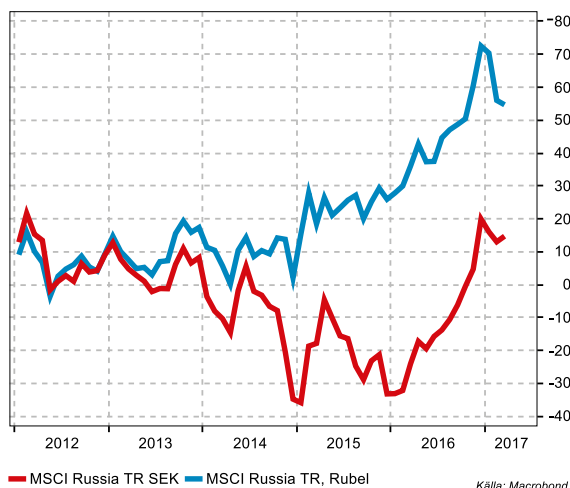
Under de senaste fem åren har börserna i EMEA, där Sydafrika, Ryssland och Turkiet är tongivande länder, gått näst sämst – endast Latinamerika har gett sämre avkastning i svenska kronor. En central anledning till den tröga utvecklingen är att ländernas valutor har försvagats mot svenska kronan. I lokala valutor har EMEA-index stigit drygt 40 procent på fem år, medan avkastningen i svenska kronor är knappt hälften av det. I de flesta andra regioner har valutarörelserna samtidigt gett positivt bidrag till avkastningen i kronor.

De tre länderna skiljer sig mycket åt. En gemensam nämnare är dock de politiska riskerna. Höga politiska risker är ett ständigt hot mot såväl börSENS utveckling som mot valutan. Det är också en central anledning till vår negativa syn på regionens börser. Som vi har sett under de senaste fem åren kan valutarörelserna vara minst lika viktiga för avkastningen som börsutvecklingen. För oss som svenskar är det därför en klen tröst ifall de inhemska börserna går bra om ländernas valutor försvagas. I fallet Ryssland har börSEN stigit ca 50 procent i rubel sedan 2012. Detta trots oljeprisras, internationella sanktioner och inhemska recession. Smällen har istället kommit på valutan och för svenska sparare uppgår avkastningen till magra 10 procent.

*”En mindre del EMEA i sparandet kan vara ett bra sätt att positionera portföljen för stigande råvarupriser och positiva överraskningar i konjunkturen, men vi tycker att det totala innehavet bör begränsas.”*

Det gäller dock att komma ihåg att de bedömningar vi gör i Placeringsutsikter grundar sig på de långsiktiga utsikterna, och med det perspektivet tycker vi att övriga regioner är mer attraktiva. EMEA fortsätter dock att vara intressant i ett läge med högre tillväxt och stigande råvarupriser. Det var vad vi såg under förra året när den ryska börSEN steg påtagligt och valutan gav medvind. En mindre del EMEA i sparandet kan vara ett bra sätt att positionera portföljen för stigande råvarupriser och positiva överraskningar i konjunkturen, men vi tycker alltså att det totala innehavet bör begränsas. Risker i hela regionen får betraktas som både hög och oberäknelig. Råvaruberoendet är stort, tillväxten svag och de politiska riskerna betydande.

RysslandsbörSEN i rubel och svenska kronor  
Procent sedan 1 jan 2012



# Ränteplaceringar

## Ingen dramatisk ränteuppgång i sikte

I höstas steg obligationsräntorna snabbt på förväntningar om bättre konjunktur, högre inflation och något stramare penningpolitik. Sedan dess har ränteuppgången kommit av sig och marknaden har snarast gått in i ett vänta-och-se-läge. Förväntningarna på högre tillväxt och något stramare penningpolitik har till viss del infriats, men inflationen har inte levt upp till förväntningarna. Frågan är om det så kallade reflations-scenariot, där inflationen tar fart och driver upp räntorna, håller. Kanske handlar det om en stabilisering snarare än deflation, och att den förhållandevis stora ränteuppgång vi såg i höstas byggde på lite väl uppbrissade förväntningar.

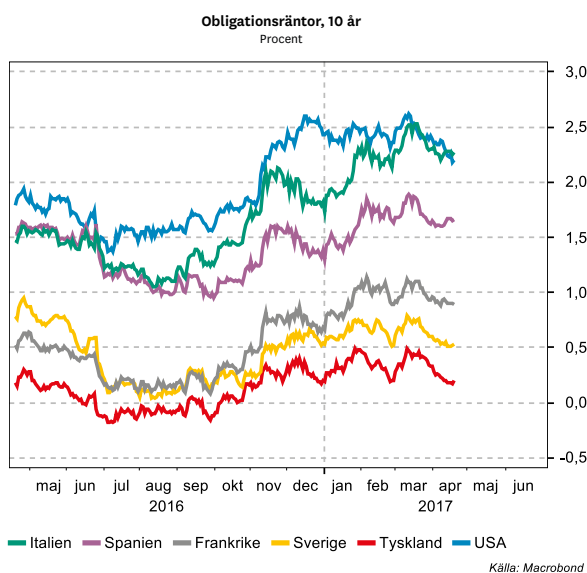
Vi befinner oss i ett läge där den amerikanska och europeiska centralbanken mycket försiktigt har börjat trappa ner på stimulanserna. Det handlar inte om att stänga av musiken på stimulansfesten, bara om att sänka volymen en aning och se om festen ändå fortsätter. Än så länge ser det ut att fungera. Att vi skulle stå inför en dramatisk ränteuppgång i närtid har vi svårt att se, snarare handlar det om att vi sannolikt har passerat botten men att vi kommer fortsätta ha låga räntor en lång tid framöver. Förutom låg inflation bidrar också geopolitisk oro till att dämpa ränteuppgången. På längre sikt bromsar även demografi och den höga skuldsättningen i världen som gör ekonomin känslig för stigande räntor.

Detta innebär att ränteplaceringar inte kommer att ge någon avkastning att tala om under en överskådlig framtid. Historiskt har räntefonder både gett avkastning och skyddat portföljen mot börsfall, men just nu gäller bara det sistnämnda. Idag handlar ränteplaceringar alltså i första hand om att skydda kapital. Även om låg avkastning inte låter så lockande, är det klokt att behålla en del räntor i portföljen. Att sälja sina räntefonder när värderingen på aktier är hög är som att säga upp sin brandförsäkring bara för att det inte brunnit på senare år.

## Fortsatt fördel korta räntor

Obligationsfonder faller som bekant i värde när räntan stiger. Ju längre obligationsfondens löptid (duration) är, desto större blir värdetappet när räntan stiger. En kort räntefond ger mycket låg eller negativ avkastning idag, men är mer följsam och kan snabbare börja ge högre avkastning om räntan stiger. Vi anser därför fortsatt att korta räntefonder, penningmarknadsfonder, är ett bättre val än obligationsfonder. Risknivån skiljer sig åt även mellan korta räntefonder. Lägst risk har de som enbart placerar i statspapper, vilket idag ger negativ förväntad avkastning. De korträntefonder som tar en något högre risk och även placerar i räntepapper utgivna av bostadsinstitut och företag kan åtminstone ge svagt positiv

avkastning. Vi anser att korträntefonder med något högre risk är att föredra just nu. Alternativet är att välja ett vanligt sparkonto med insättningsgaranti.



## Spetsa portföljen med high yield

Ett sätt att öka den förväntade avkastningen på krockkudden i portföljen är att placera en del av kapitalet i företagsobligationsfonder. I höstas ansåg vi att den förväntade avkastningen på fonder med hög risk, high yield-fonder, var god i förhållande till risken. Sedan dess har fonderna utvecklats väl tack vare att ränteskillnaden mot statsobligationer – *spreaden* – har fortsatt att krympa. Det betyder dock att den förväntade årsavkastningen har sjunkit ytterligare till knappt 4 procent i Europa och drygt 5 procent i USA. Har man som vi en positiv grundsyn på tillväxt och aktier kan man trots det fortsätta att ha krediter i portföljen av samma anledning som vi fortsätter äga aktier trots att de är dyra – det finns inga andra alternativ om man vill få avkastning på pengarna.

Valet mellan europeisk och amerikansk high yield är inte självklart, och man kan mycket väl ha båda delarna i portföljen. Den förväntade avkastningen är något högre på amerikanska high yield-fonder, men den genomsnittliga durationen är längre vilket betyder att de påverkas mer av stigande räntor än de europeiska. Fed förväntas fortsätta höja styrräntan både i år och nästa och det kommer att påverka amerikanska fonder mer. Amerikanska high yield-fonder är också betydligt mer exponerade mot energisektorn. Bolagen i USA gynnas dock av den starka inhemska konjunkturen. Risken i europeiska fonder är något lägre, men det avspeglas i den lägre förväntade avkastningen.



## Medverkande till Placeringsutsikter:

Maria Landeborn  
Sparekonom

Lars-Göran Orrevall  
Chef Skandias kapitalförvaltningsbolag

Johan Lundqvist  
Makroekonom

Axel Brändström  
Chef investeringsstrategi

Torbjörn Iwarsson  
Råvaruförvaltare

**Publiceringsdatum:** 2 maj 2017

Diagram och marknadsnoteringar uppdaterades den 27 april 2017

Detta material har tagits fram av Skandia i informationssyfte. Det är inte ett erbjudande eller en förfrågan om erbjudande om att köpa eller sälja någon finansiellt instrument. Även om skäligen åtgärder har vidtagits för att säkerställa att innehållet inte är osant eller missvisande så lämnas inga garantier om riktigheten eller fullständigheten och inget ansvar kan göras gällande på grund av förlust som åsamkats med förlitande på detta material.

De eventuella förslag om placeringar i finansiella instrument som presenteras i detta material utgör inte investeringsrådgivning enligt lagen om värdepappersmarknaden. Om du vill ha en personlig rådgivning utifrån dina individuella förutsättningar rekommenderar vi att du kontaktar en rådgivare. Skandia har inget ansvar för eventuella åtgärder som vidtagits enbart på grundval av detta material.

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

Materialet i denna presentation riktar sig inte till någon person eller något företag hemmahörande i USA, Kanada, Japan eller Australien eller i något annat land där publiceringen eller tillgängliggörandet av materialet är förbjudet eller tillåtligheten därav på något sätt är begränsad.