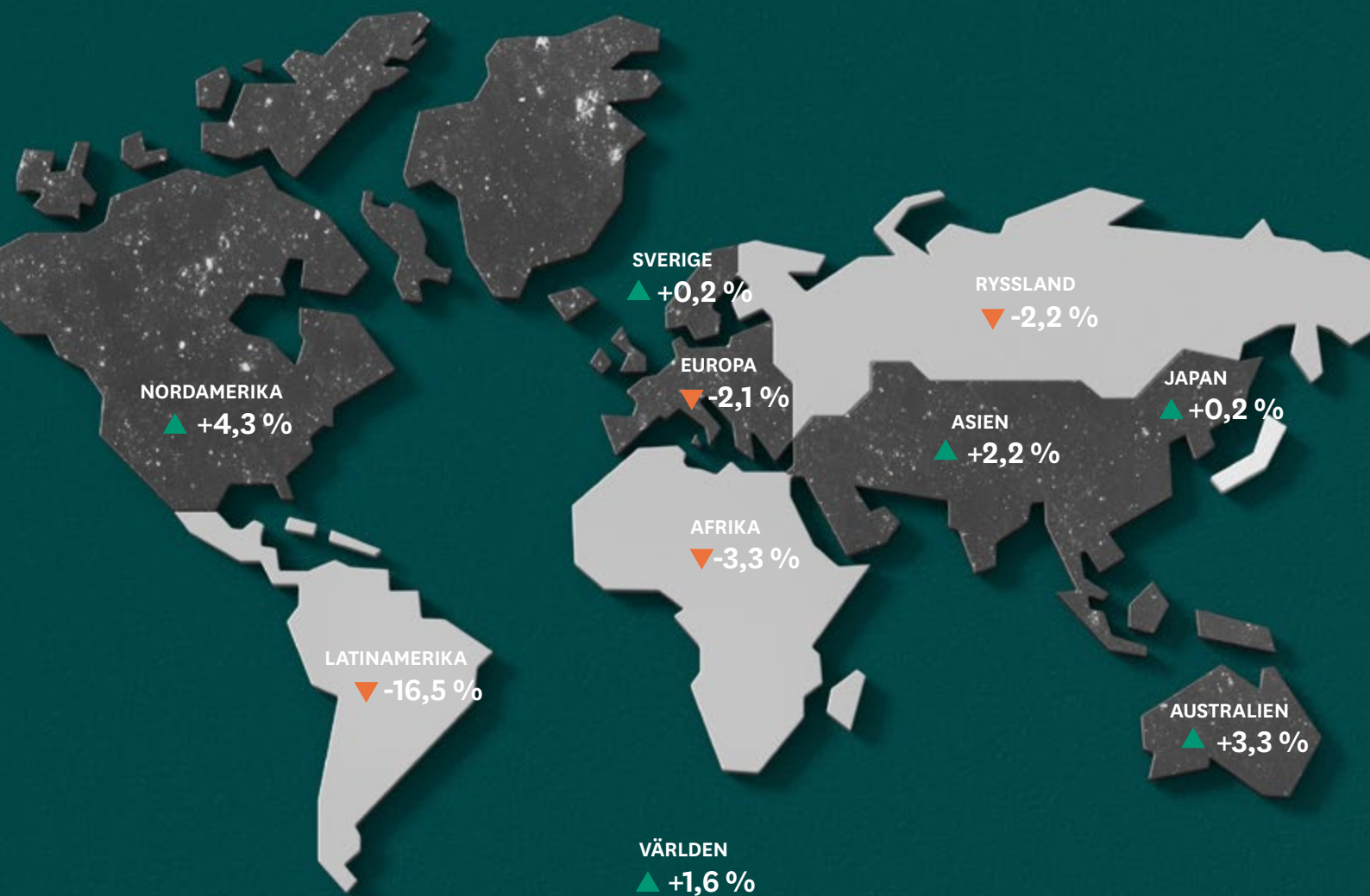


Marknadsbrev Juni–juli 2018



Marknadsbrev

Juni–juli 2018

Börsen letar ny riktning / sid 3

Från att ha stigit stadigt sedan början av 2016 har börsen rört sig i sidled sedan i vintras. Samtidigt har kurssvängningarna ökat på marknaden. Sannolikt har vi lämnat fasen där börsen steg bekymmerslöst och gått in i en ny fas med ökad osäkerhet.

Penningpolitisk normalisering fortsätter / sid 5

Samma vecka som det här marknadsbrevet publiceras kommer räntebesked från USA, EMU och Japan. Under våren har den ekonomiska statistiken vacklat och den politiska osäkerheten ökat. Det hindrar dock inte centralbankerna från att fortsätta på inslagen väg.

Varför så svårt att höja räntor? / sid 7

Utanför USA går den penningpolitiska normaliseringen långsamt. Men även om USA har kommit betydligt längre än övriga länder är räntan fortfarande låg i en historisk kontext. En förklaring till de låga räntorna hittar vi i teorin om neutrala räntan. Denna har sjunkit under flera decennier och än är det svårt att se några tecken på att den kan stiga nämnvärt.

Italien bjöd på déjà vu från 2012 / sid 9

Den politiska utvecklingen i Italien försatte de finansiella marknaderna i ett orostillstånd i slutet av maj. Oron blev visserligen kortvarig, men utgör en påminnelse om de risker som finns under ytan i Europa.

Börsen letar ny riktning

Från att ha stigit stadigt sedan början av 2016 har börsen rört sig i sidled sedan i vintras. Samtidigt har kurssvängningarna ökat på marknaden. Sannolikt har vi lämnat fasen där börsen steg bekymmerslöst och gått in i en ny fas med ökad osäkerhet.

Tre faser av börsuppgång

För att bättre förstå humörskiftet på de globala aktiemarknaderna i år kan vi dela de senaste nio årens uppgång i tre faser. Den första fasen sträcker sig från 2009–2011 då börsen¹⁾ steg på vändningen i konjunkturen. Krisen var över, företagens vinster vände upp och vi gick mot ljusare tider. Samtidigt var penningpolitiken expansiv. Denna fas tar slut i och med Greklandskrisen och sänkningen av USA:s kreditbetyg. Den andra fasen börjar 2012 när den amerikanska centralbanken sjsätter den tredje omgången av obligationsköp samtidigt som den europeiske centralbankschefen Mario Draghi lovar att göra "vad som krävs" för att rädda euron. Denna, stimulansdrivna, fas sträcker sig fram till 2015 då börsen tyngdes av oro kring Kinas tillväxt, stormen kring europeiska banker och kollapsen för råvarupriser. Den tredje fasen tar vid 2016. Penningpolitiken fortsätter att vara stöttande, men framför allt är det förbättringen av den globala konjunkturen och vändningen upp för företagsvinster som ger bränsle till börsen. Denna sista fas kulminerade i januari då börsen vände ned efter en rejäl tjurrusning under årets första veckor. Sedan dess har börsen inte lyckats nå upp till toppen i januari och frågan är om vi inte har gått in i en fjärde fas.

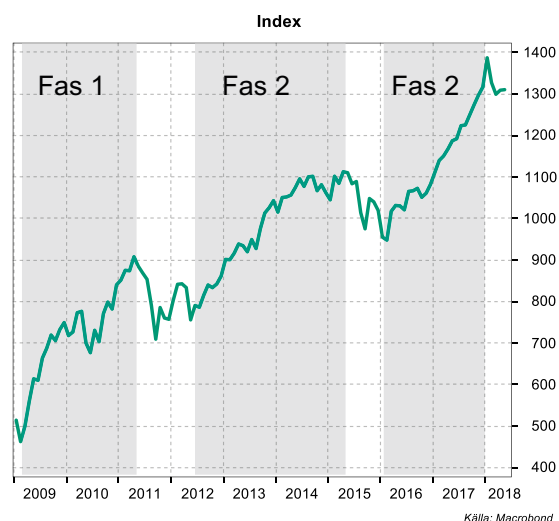
Vad har förändrats?

Det de tre gångna faserna har gemensamt är att de drivs på av att antingen penningpolitiken blir mer expansiv eller att konjunkturen växlar upp. Stundtals sker dessutom båda sakerna samtidigt. Aktiemarknaden har således fått kontinuerligt stöd, och ständigt haft en anledning att stiga till nya höjder. Det håller på att förändras. Konjunkturen är fortfarande i god form, men den *stärks inte ytterligare* som under förra fasen utan snarare kommer signaler på att den har nått sin topp. Penningpolitiken är expansiv, men den blir allt *mindre expansiv* i takt med att Fed stramar åt i USA och ECB minskar storleken på sina köp av obligationer.



Johan Lundqvist
Makroekonom

Globalt börsindex MSCI AC World sedan 2009



¹⁾ Med "börsen" avses i den här texten det globala börsindexet MSCI AC World.



I skrivande stund befinner sig börsen ungefär 6 procent under toppen i januari.

Ökade svängningar sammanfaller med vacklande statistik

De faktiska tillväxtsiffrorna från stora ekonomier som Kina, USA och euroområdet för årets första månader har varit godkända. Däremot har den mer framåtblickande statistiken varit betydligt mer spretande. Den ekonomiska statistiken har gått från att ha överträffat prognoserna med råge vid årsskiftet till att bli sämre än väntat på flera håll under våren. Det reser frågetecken kring om prognoserna för tillväxt och bolagsvinster kommer att hålla. Sannolikt är denna avmattning i den ekonomiska statistiken i kombination med den mindre expansiva penningpolitiken centrala förklaringar till att börsen har rört sig i sidled sedan i vintras samtidigt som kurssvängningarna har ökat.

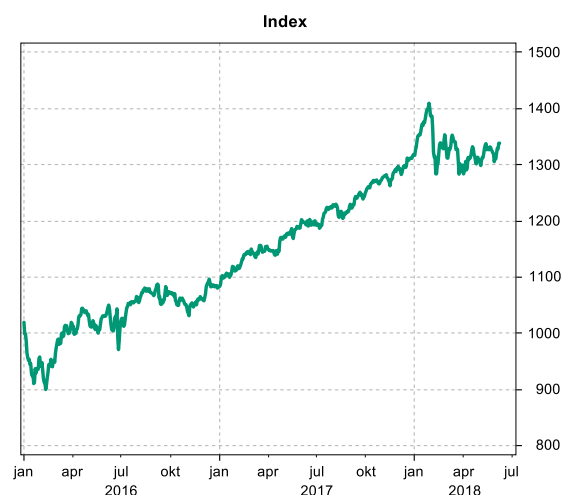
Att börsen darrar till med jämna mellanrum hör dock till det normala. Fram till rekylerna i februari i år hade börsutvecklingen varit ovanligt stabil under lång tid. I ett historiskt perspektiv utmärker sig inte utvecklingen hittills i år i någon nämnvärd utsträckning. Då var snarare fjolårets rekordlugna börsutveckling mer anmärkningsvärd. Dessutom är den mer tvekande börsutvecklingen inte bara av ondo. Som vi skrev i förra månads marknadsbrev gör det att värderingarna på aktier sjunker. Att värderingarna blir mindre ansträngda innebär att aktiekurserna blir mer attraktiva och minskar även risken för det byggs upp finansiella bubblor.

Det tycks alltså som att vi har gått in i en ny fas i den pågående uppgången. Stödet från penningpolitiken

minskar och det är istället upp till konjunkturen och bolagsvinsterna att sätta riktningen. I skrivande stund befinner sig börsen ungefär 6 procent under toppen i januari. För att kurserna ska orka upp till den nivån på nytt behöver vi förmodligen se att avmattningen i den ekonomiska statistiken inte fortsätter. För även om miljön för aktier fortsätter att vara god behövs det en *trigger* för att få fart på kurserna på nytt. ●

Johan Lundqvist
Makroekonom

Globalt börsindex MSCI AC World sedan 2016



Källa: Macrobond

Penningpolitisk normalisering fortsätter

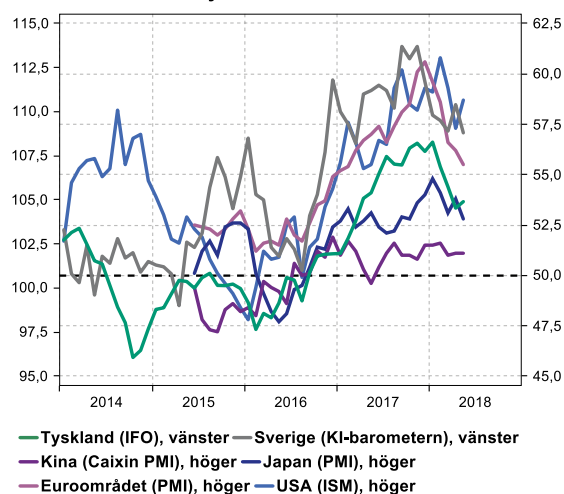
Samma vecka som det här marknadsbrevet publiceras kommer räntebesked från USA, EMU och Japan. Under våren har den ekonomiska statistiken vacklat och den politiska osäkerheten ökat. Det hindrar dock inte centralbankerna från att fortsätta på inslagen väg.



USA: "On track" tills vidare

Amerikanska Fed fortsätter att utmärka sig i förhållande till övriga centralbanker. Räntan har redan höjts en gång i år, kommer med största sannolikhet höjas den 13 juni och frågan därefter är om Jerome Powell hinner klämma in en eller två höjningar till under hösten. Samtidigt fortsätter arbetet med att minska storleken på obligationsportföljen, vilket medför minskad likviditet och därmed en indirekt åtstramning. Ser vi till den inhemska ekonomin är räntehöjningarna högst motiverade. Inflationen ökar samtidigt som arbetsmarknaden blir allt mer glödhet. Med undantag för en enstaka månad år 2000 har arbetslösheten inte varit så här låg sedan år 1970. Att fortsätta den inslagna vägen med räntehöjningar är därmed befogat. Det enda som skulle kunna stoppa de amerikanska räntehöjningarna vore en tillräckligt stark inbromsning i den ekonomiska statistiken eller betydande marknadsturbulens. Något sådant kan inte uteslutas, men huvudscenariot är ändå att Fed kan fortsätta höja räntan i gradvis takt.

Konjunkturbarometrar



Källa: Macrobond

Euroområdet: Italien och vikande makrostatistik hindrar inte Draghi

Den europeiska centralbanken ECB har redan levererat en stor penningpolitisk förändring när den vid årsskiftet halverade storleken på obligationsköpen från 60 till 30 miljarder euro per månad. Nästa steg är att avveckla stödköpen helt. Avmattningen i den ekonomiska statistiken och den politiska situationen i Italien har visserligen ökat risken, men vi tror ändå att ECB kommer meddela att köpen ska avslutas, men att de väntar till julmötet med tydligare besked. Att lämna dörren på svag glänt är vettigt i det här läget. Då kan Mario Draghi utvärdera sommarens statistik och avgöra om avmattningen i statistiken är övergående eller mer bestående. En bestående och förvärrad avmattning skulle sannolikt medföra en förlängning av stimulanserna.

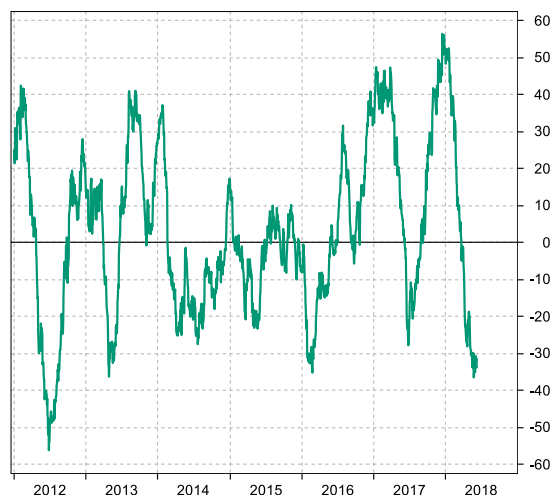
Storbritannien: Räntehöjningen skjuts på framtiden

Så sent som i april förväntades Bank of England höja räntan i maj. Sedan dess har svag makroekonomisk statistik, där både tillväxt och inflation har varit lägre än centralbankens prognoser, lett till att den förväntade räntehöjningen i maj uteblev och istället skjuts på framtiden. Nu förväntas den istället ske efter sommaren eller senare i höst. Förutom att konjunkturen och inflationen tvekar, så kvarstår osäkerheten kring Brexit. BoE-chefen Mark Carney konstaterade nyligen att Storbritanniens utträde ur EU innebär ett regimskifte som ökar de möjliga utfallen för landets ekonomi och därmed för penningpolitiken. Oavsett om den där räntehöjningen blir av i höst eller ej är osäkerheten i dagsläget för stor för att sätta sig om utvecklingen efter dess.

Japan: Långt kvar till penningpolitiken förändras

För Japans del har någon nämnvärd förändring av penningpolitiken inte varit aktuell. Möjligen kunde Bank of Japan spela "följa John" och minska något på stimulanserna om andra centralbanker gick före. Men om något är det mindre aktuellt nu än för några månader sedan. Dels visade det senaste utfallet för inflationen på en tillbakagång och dessutom krympte ekonomin i det första kvartalet. Även om det tycks vara att betrakta som en tillfällig svacka så kvarstår bristen på inflationstryck, varför någon förändring för penningpolitiken dröjer.

Citi överraskningsindex 10 största ekonomier



Källa: Macrobond

Sverige: Fortfarande möjligt med räntehöjning i år

I likhet med Bank of England flyttade Riksbanken fram tidpunkten för när räntan ska börja höjas till mot slutet av året. Huruvida den prognosen kommer att stå sig beror nästan uteslutande på hur inflationen utvecklas kommande månader. Som vi skrev i förra månadens marknadsbrev utesluter vi inte att det faktiskt blir en höjning i höst eller åtminstone i december. Det skyhöga resursutnyttjandet i svensk ekonomi och den allt svagare kronan kommer förr eller senare börja sätta större avtryck i inflationen. När nu Riksbanken dessutom har sänkt sin prognos för den underliggande inflationen blir det därtill enklare att nå och överträffa prognosen och därmed få till en höjning. Man ska också komma ihåg att det är många månader kvar tills en höjning kan bli aktuell, och om försvagningen av kronan tar ny fart kommer vi till slut till en punkt då det blir svårt för Riksbanken att försvara sin penningpolitik.

Den penningpolitiska normaliseringen fortsätter att ta två steg framåt och ett steg tillbaka. Penningpolitiken fortsätter därtill att i hög grad styras av månadsutfallen för inflationen och prognoser förblir svåra. Det är dock inte bara den låga inflationen som försvårar normaliseringen. På nästa sida tittar vi närmare på en bakomliggande faktor som också bidrar till att vi sitter fast i lågränteträsket. ●

Johan Lundqvist
Makroekonom

Varför så svårt att höja räntor?

På föregående sida gjorde vi en översyn av den aktuella penningpolitiken. Slutsatsen var att utanför USA går den penningpolitiska normaliseringen långsamt. Men även om USA har kommit betydligt längre än övriga länder är räntan fortfarande låg i en historisk kontext. En förklaring till de låga räntorna hittar vi i teorin om *neutrala räntan*. Denna har sjunkit under flera decennier och än är det svårt att se några tecken på att den kan stiga nämnvärt.

Även om bristen på inflation är den omedelbara anledningen till att centralbankerna fortfarande, snart tio år efter krisen, inte har lyckats höja räntorna, så finns även en mer grundläggande förklaring. Det handlar om att den så kallade *neutrala realräntan* i världsekonomin har sjunkit under de senaste decennierna. Den neutrala räntan kan beskrivas som den räntenivå som varken stimulerar eller kyler av konjunkturen. Anledningarna till att den har sjunkit är strukturella förändringar som gör att vår vilja att spara har ökat samtidigt som vår vilja att investera har minskat.

Vad det handlar om är att vi accepterar en lägre ränta på våra sparpengar och vi kräver en lägre ränta för att investera. Ett viktigt bidrag till våra ändrade spar- och investeringspreferenser kommer från den demografiska utvecklingen. Sedan 1980-talet har andelen av den globala befolkningen som är i arbetsför ålder ökat. Denna ålderskategori har både bättre möjligheter och större behov av att spara – inte minst för sin ålderdom. Vi ser också en avtagande tillväxt i den glo-

bala arbetskraften. Det gör att företagen inte behöver investera lika mycket som förr för att kunna absorbera nya arbetare. Och eftersom långsammare tillväxt i arbetskraften även sänker den potentiella tillväxten minskar efterfrågan på att investera. Detta spåds på av låg produktivitetstillväxt. Det tycks även som att attitydförändringar efter tidigare kriser har medfört ökat intresse för trygga, mindre riskfyllda tillgångar som t ex statsobligationer.

Även om en snabb uppgång i inflation skulle kunna driva upp de nominella räntorna kortsiktigt, så är det svårt att se någon meningsfull och varaktig uppgång för realräntor så länge den låga neutrala räntan i världen består. För att den neutrala räntan ska stiga behöver vi se betydande skiften som ökar viljan att investera och minskar viljan att spara. Men är det troligt? För att svara på det behöver vi återvända till utsikterna för **demografin**, **produktiviteten** och våra ekonomiska **attityder**.



Det svårt att se någon meningsfull och varaktig uppgång för realräntor så länge den låga neutrala räntan i världen består.

Demografi är trögriklig materia. Tidsfördröjningen från förändrad nativitet till potentiell påverkan på jämviktsräntor är omkring två decennier. Enligt uppskattningar från bland andra FN tycks det dock som att andelen av jordens befolkning som är i arbetsför ålder håller på att plana ut efter att ha ökat sedan 1980-talet. Det talar för att viljan att spara åtminstone borde kunna växa långsammare framöver. Även tillväxten i den globala arbetskraften ser ut att plana ut kring nuvarande nivåer, vilket borde bromsa oviljan att investera. Så utifrån den demografiska utvecklingen kan vi anta att pressen nedåt på neutrala räntan borde kunna avta framöver, även om det inte handlar om ett skifte.

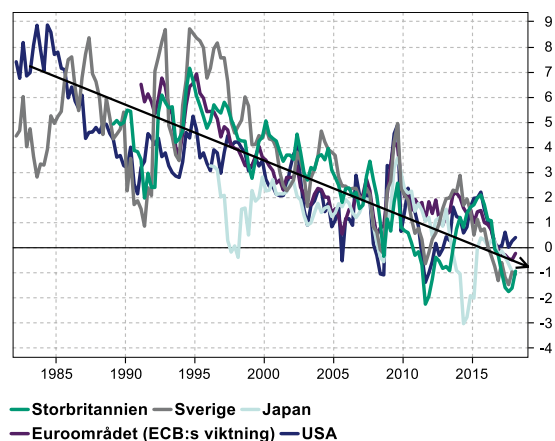
Uppskattningarna kring hur stora **produktivetsvinster** som pågående tekniska framsteg, i form av allt från artificiell intelligens och upptrappad digitalisering till självstyrande bilar, kan leda till går i sår. En erfarenhet man kan dra är att det är svårt att överblicka de mer långtgående följderna av pågående förändringar. Det återstår till exempel att se om vinsterna med att effektivisera produktionen inom bilindustrin genom införandet av montering vid löpande band, var större än att lära bilarna att köra sig själva. Än så länge ser vi emellertid inget tydligt avtryck i produktiviteten från pågående teknologisk utveckling. Av samma anledning är det svårt att se någon nämnvärd påverkan på den neutrala räntan i närtid från den pågående teknologiska utvecklingen.

Beträffande **attityder** tycks det som att ekonomiska kriser ökar viljan att spara. Asienkrisen på 1990-talet lyfts ofta fram som exempel på detta. Kriser tenderar att dyka upp med jämna mellanrum och även om det bara handlar om anekdotiska antaganden får det nog ändå ses som sannolikt att en ny kris gör entré inom en inte allt för avlägsen framtid. Då får vi också anta att viljan att spara går upp och viljan att investera får sig en törn, med effekten att den neutrala räntan pressas.

Slutsatsen blir därför att den neutrala räntan i världsekonomin kommer förbli låg under överskådlig framtid. Det innebär att även faktiska realräntor kommer fortsätta vara låga även om de kommer fluktuera över konjunkturcykeln. Innebär då detta att även våra bolåneräntor och andra räntor som rör våra plånböcker också kommer vara låga under lång tid? Nja, fortsatt låg neutral ränta kommer visserligen fungera som ett ankare för det generella ränteläget i ekonomin, men andra faktorer kan göra dem betydligt högre. Efter-som de räntor vi betalar på våra lån är nominella, så kommer utvecklingen för inflationen, konjunktturen och förändrade regelverk att kunna ha stor påverkan. ●

Johan Lundqvist
Makroekonom

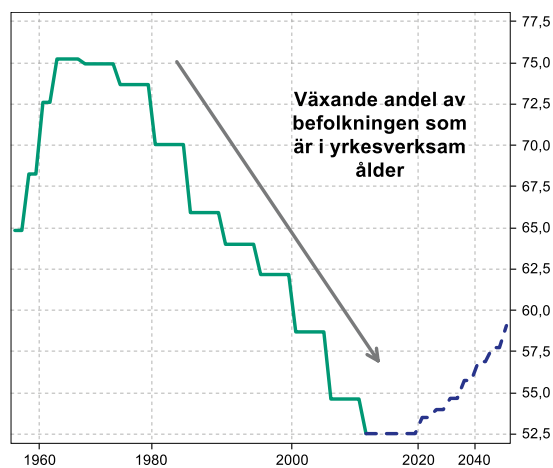
Reala räntor
Obligationsräntor med lång löptid, euroområdet 10 år, deflaterade med KPI, procent



Källa: Macrobond

Världen: Dependency Ratio

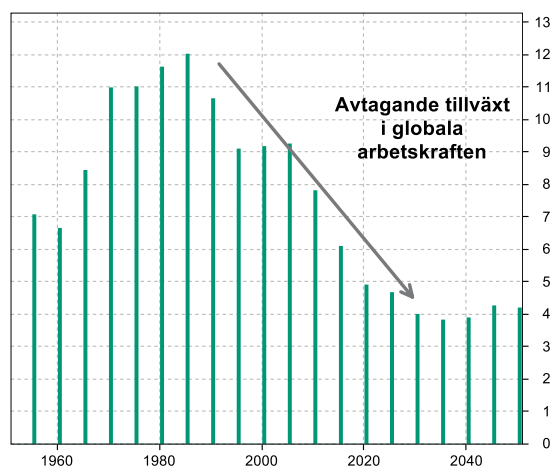
Ratio av befolkning mellan 0-14 år samt 65+ per 100 personer



Källa: Macrobond

Världen: Tillväxt i befolkning i yrkesverksam ålder

Procent, konstant fertilitet



Källa: Macrobond

Italien bjöd på déjà vu från 2012

Den politiska utvecklingen i Italien försatte de finansiella marknaderna i ett orostillstånd i slutet av maj. Oron blev visserligen kortvarig, men utgör en påminnelse om de risker som finns under ytan i Europa.



Kortvarig repris från 2012

Italiens politiska röra hamnade i centrum för de finansiella marknaderna under de sista dagarna i maj. Marknadsrörelserna var stundtals dramatiska. Räntan på italienska statsobligationer med 10 års löptid steg från omkring 1,8 procent till över 3 procent på någon dag i takt med att investerare krävde högre kompensation för risken att låna ut pengar till Italien. Även Spanien och Portugal bjöds motvilligt med på tåget. Samtidigt sjönk den tyska obligationsräntan från strax över 0,6 procent till under 0,3 procent i takt med att investerare flockades till vad som upplevs som mer trygga placeringar. På aktiemarknaden tappade Milano-börsen 13 procent från toppen någon vecka före kaoset. Marknadsutvecklingen var i hög grad en déjà vu från sommaren 2012. Då hade Greklandskrisen utvecklats till en europeisk skuldskris där Europas övriga perifera länder, i synnerhet Portugal, Italien och Spanien, fick se räntorna på sina statsskulder skjuta i höjden, medan räntan på tyska obligationer sjönk.

Italien – sorgebarnet bland EU-jättarna

Att den italienska ekonomin är i dåligt skick är välkänt. Landet är det enda av de stora euro-ekonomierna vars BNP ännu inte har återhämtat sig efter finanskrisen. Faktum är att den italienska ekonomin idag är drygt fem procent mindre än för 10 år sedan. Detta samtidigt som euroområdet i sin helhet har vuxit ca 6 procent under samma period. Den tröga tillväxten har gjort att arbetslösheten, som sjunker stadigt i övriga Europa, ligger kvar på nivåer över 11 procent i Italien. Samtidigt klockar skuldsättningen som andel av BNP in på skyhöga 130 procent. Dessutom var det inte länge sedan landets banksektor satte skräck i världens börser. Även om vissa förbättringar har skett finns bräckligheten alltjämt kvar. Så nog finns det oceaner av problem för den italienska ekonomin.

Den grekiska ekonomin var och är visserligen i betydligt värre skick än den italienska, men dels är Italiens ekonomi mångdubbelt större än den grekiska. Dess-

utom är Italiens stock av utestående statsobligationer den tredje största i världen efter USA och Japan. En fullskalig italiensk kris skulle därmed vara ett problem av betydligt större magnitud.

Faran över – risken kvar

Särskilt var det utsikterna om ett snart nyval som kunde tolkas som en euro-omröstning som skrämde slag på investerare. Det kunde öppna upp för en *Italexit*, *Italeave* eller *Arrividexit*, det vill säga att Italien skulle lämna EMU-samarbetet. Nu tycks dock den faran vara över i och med att den nya regeringen har svurits in och marknaderna har också lugnat ned sig. Men att den omedelbara faran kan anses vara över innebär inte att de framtida riskerna har minskat. Kanske är det till och med tvärtom. För med en skuldsättning på omkring 130 procent av BNP och en ytterst liten tillväxtförmåga är den italienska ekonomin i skriande behov av reformer för att höja den potentiella tillväxten och strategier för att få bukt med skuldberget. Signalerna från Lega och femstjärnerörelsen som nu till slut har bildat regering tyder snarare på att de offentliga utgifterna kommer att öka.

Även om läget har stabiliserats kommer Italien att vara ett latent hot – både ekonomiskt och politiskt. I dagsläget mår den europeiska konjunkturen bra, även om tillväxten har mattats av under våren. Samtidigt finns ECB i bakgrunden och smörjer hjulen. Regionens förbättring hjälper även den italienska ekonomin. Förr eller senare kommer dock lågkonjunkturen. Då sjunker skatteintäkterna och det är osäkert hur mycket mer ECB kan göra för att stötta ekonomin i ett sådant läge. Risken är då att italienska räntor stiger, vilket riskerar leda till att krisen kommer tillbaka. Och en kris i lågkonjunktur är värre än en kris i högkonjunktur. Det är inte bara ett problem för Italien utan kommer i allra högsta grad påverka även övriga Europa. ●

Johan Lundqvist
Makroekonom

Obligationsräntor, 10 år



Källa: Macrobond

Italien-börsen (MSCI Italy, EUR)



Källa: Macrobond

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 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

Brandon Mowinkel, 211936, sid 5
Getty Images, sid 9

Publiceringsdatum

14 juni, 2018