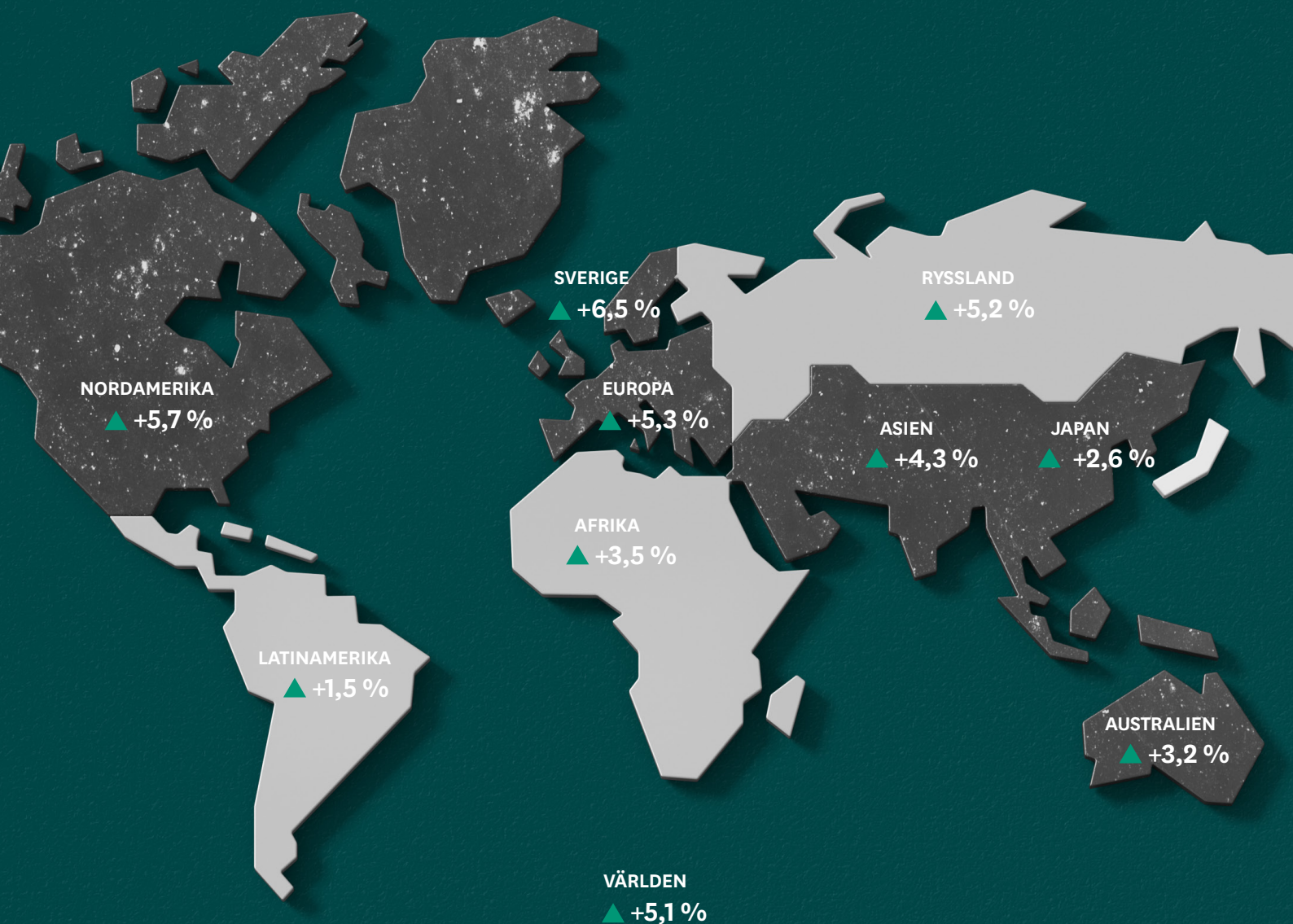


# Marknadsbrev

Maj 2019



**skandia** :

Börsutveckling 1 april - 3 maj, 2019  
i svenska kronor

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

# Bland gröna skott och nya besvikelser

Efter en svag utveckling i världsekonomin under vintern har vissa positiva signaler dykt upp i den ekonomiska statistiken på sistone. Samtidigt fortsätter nya besvikelser komma in. Den samlade bilden är att den globala konjunkturen fortsätter att tappa fart när nu USA ansluter sig till avmattningen. Men det handlar fortfarande om just en avmattning snarare än tvärnit även om risken för en snabbare inbromsning får anses vara större än i vanliga fall.

## Kina på stadigare mark?

En stor del av den oro som har funnits kring den globala konjunkturen under senare månader har handlat om Kina. Besvikelser i den ekonomiska statistiken och hot om eskalerande handelskonflikt med USA har bidragit till osäkerheten. Den senaste månadens signaler har dock hjälpt till att skingra oron. Såväl BNP-tillväxt som industriproduktion och försäljning inom detaljhandeln har slagit förväntningarna. Dessutom kommer tecken på att utlåningen i ekonomin har tagit fart, vilket bådar gott för utsikterna.

Viss försiktighet bör dock tillämpas när vi tittar på statistiken så här års eftersom det kinesiska nyåret tenderar att göra svängningarna stora. Tydligast

märker vi det i utrikeshandeln där exporten, mätt i yuan, sjönk med närmare 40 procent i februari, men ökade med 45 procent i mars. Merparten av den massiva ökningen av exporten i mars är således en rekyl efter nedgången i februari snarare än tecken på ökad efterfrågan. Det faktum att konjunkturbarometrarna för april – då effekterna av det kinesiska nyåret inte längre bör påverka statistiken – sjönk, ifrågasätter bilden av att ekonomin håller på att resa sig. Viss förbättring alltså, men med fortsatt stor osäkerhet.

## USA växlar ned

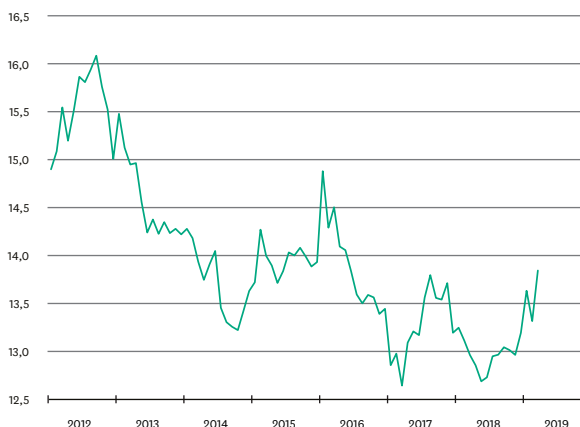
För amerikansk del ser vi nu tydliga tecken på inbromsning efter ett mycket starkt 2018. BNP-tillväxten för första kvartalet på 3,2 procent uppräknat i

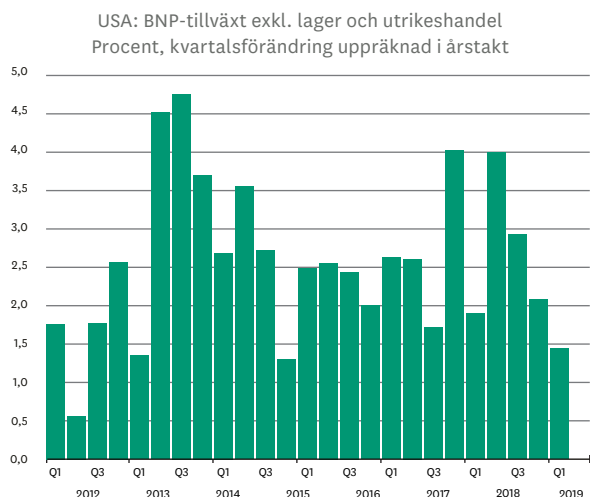
årstakt, var visserligen att betrakta som urstark. Men en närmare titt på siffrorna pekar snarare på det omvända. Det största bidraget till den höga siffran kom från utrikeshandeln som stod för en tredjedel av tillväxten. Det var dock inte stark export utan svag import som ”lyfte” nettoexporten. Det hör till ovanligheten att USA:s import minskar i högkonjunktur och nedgången i det första kvartalet var den näst största sedan finanskrisen, vilket reser en del frågetecken. Ett annat stort bidrag till tillväxten kom från lageruppbyggnad. Att företagens lager ökar samtidigt som importen sjunker är en stark indikation på att efterfrågan i amerikansk ekonomi har försvagats under årets första månader.



Johan Lundqvist  
Makroekonom

Kina: Nya banklån  
Procent i årstakt, yuan





Om vi exkluderar utrikeshandeln och lager från statistiken landade tillväxten på betydligt mer blygsamma 1,4 procent uppräknat i årstakt. Det är en halvering jämfört med den totala BNP-tillväxten eller tillväxten under förra året. Samtidigt sjönk ISM-index för april betydligt mer än väntat och noteras nu på den lägsta nivån sedan 2016, vilket antyder att avmattningen inom industrin fortsätter. Sammantaget anser vi att den senaste tidens statistik är en bekräftelse på att USA:s konjunktur nu svalnar av.

#### Ont om ljusglimtar i Europa

Från sorgebarnet Europa fortsätter det att vara ont om positiva signaler. Regionen tycks ha svårt att ta sig ur sin svacka. Optimisten kan visserligen poängtera att BNP-tillväxten under första kvartalet var en tiondel högre än förväntat, att arbetslösheten tickade ned en tiondel i den senaste mätningen eller att regionens inköpschefsindex indikerade att industrin krympte lite mindre i april än i mars. Problemet är bara att för varje potentiellt positiv signal finns det minst en negativ. I fallet med inköpschefsindex som inte sjönk i april kan vi t ex peka på tyska IFO-mätningen eller EU-kommissionens barometrar som båda fortsatte att sjunka under månaden. Dessutom är nivåerna fortfarande klena. Att euroområdet inte klarar av att växa mer än en dryg procent trots ultralåga räntor och svag valuta är ett underkännande. Under de senaste fem åren har svensk ekonomi vuxit med ca 15 procent medan den tyska och euroområdet i sin helhet har vuxit omkring 10 procent.

#### Sverige: Mjuk inbromsning 2019

Den svenska ekonomin har under våren visat upp en blandad bild. Hushållens konsumtion och försäljningen inom detaljhandeln har bjudit på positiva överraskningar. Det reflekteras även av högre konsumentförtroende och en mer positiv syn på den egna ekonomin. Däremot fortsätter företagets ordergång och produktion att försvagas. Även

investeringarna bromsar in, och nedgången sker också utanför byggsektorn. Dessutom sjönk det svenska inköpschefsindex för tillverkningsindustrin till den lägsta nivån på omkring sex år i april, vilket indikerar tuffare utsikter för industrin. Även om vi räknar med att tillväxten i svensk ekonomi blir lägre under 2019 än under de senaste åren, så handlar det inte om en större inbromsning. Det är framför allt investeringar i allmänhet och bostadsinvesteringar i synnerhet som drar ned tillväxttalen.

#### 2019: Sämsta tillväxtåret sedan finanskrisen?

När vi summerar utvecklingen under våren, ser vi hur världsekonomin fortsätter att mattas av. De gröna skott som har dykt upp på olika håll är välkomna och kan tolkas som de första tecknen på en stabilisering i konjunkturen som vi har efterlyst under våren. Men som vi har sett, så samsas dessa positiva signaler med nya besvikelser. I stora drag står sig därför vår bedömning från Placeringsutsikter i februari; Förutsatt att de värsta fallgroparna, såsom ett direkt handelskrig mellan USA och Kina, kan undvikas, finns goda förutsättningar för att konjunkturen stabiliseras. Men det kommer att ske på en förhållandevis låg nivå där 2019 ser ut att bli det svagaste tillväxtåret för världsekonomin sedan finanskrisen.

Det är dock inte särskilt konstigt. Under konjunkturuppgången sedan 2009 har tillväxten till stor del drivits av sjunkande arbetslöshet. Produktiviteten har samtidigt varit dämpad. Men nu är arbetslöshetsnivåerna så pass nedtryckta på de flesta håll, att det blir svårt att växa genom ytterligare förbättringar på arbetsmarknaden. Det ställer hoppet till produktiviteten som är mycket svår att bedöma, men som inte visar tecken på att ta varaktig fart. Sammantaget stärker det bilden av att tillväxten dämpas framöver och att vi befinner oss sent i den ekonomiska cykeln. ●

# Riksbanken backar

I samband med räntebeskedet i slutet av april tog Riksbanken ett kliv tillbaka och indikerar nu försiktighet i linje med övriga centralbanker. Inflationen hittills i år har varit en besvikelse, vilket i kombination med sänkta inflationsprognoser och övriga centralbankers omsvängning under våren innebär att en räntehöjning i höst inte är aktuell. Riksbankens besked gör att vi tvivlar på fler räntehöjningar under denna konjunkturcykel.

## Logiskt eller ej?

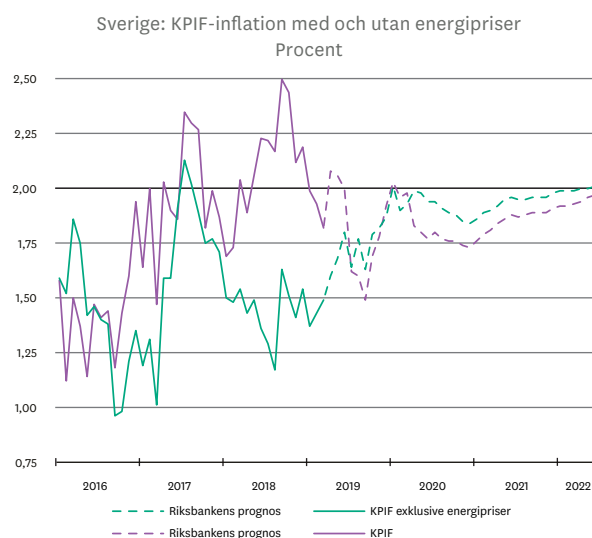
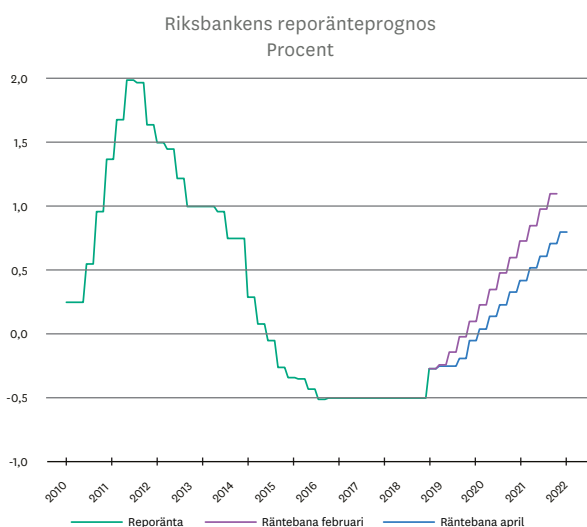
I början av året lämnades mjuka besked från flera centralbanker. Till skillnad från tidigare uttalanden meddelade amerikanska Fed att de inte räknar med några räntehöjningar alls under året. Även ECB väntas hålla styrräntorna oförändrade åtminstone till slutet av 2019 och annonserade samtidigt nya lån till banker. Mot denna bakgrund hade det varit svårt för Riksbanken att ensam trotsa de andra centralbankerna genom att hålla fast vid planerna på höjning i höst. Likaså har inflationen försvagats, och Riksbanken sänkte även sin egen inflationsprognos. Mot den bakgrunden framstår Riksbankens agerande logiskt.

## Inflationen vid målet – först år 2022

Den nya prognosen tyder på en räntehöjning i slutet av året eller början av nästa år. Men det finns få argument till varför Riksbanken skulle höja räntan när de själva tvivlar på att inflationen kommer nå målet inom överskådlig tid. Baserat på den

aktuella prognosen väntas inflationen inte varaktigt nå upp till tvåprocentmålet förrän 2022. Om den prognosen står sig, ser vi få anledningar för Riksbanken att höja räntan vare sig vid årsskiftet, som är planen, eller under den kommande treårsperioden. Följden av det är att vi tvivlar på att det blir någon mer räntehöjning under den här konjunkturcykeln.

I dagsläget fortsätter svensk ekonomi att gå på högvarv. Stefan Ingves beskrev läget som starkt, men konstaterade samtidigt att konjunkturen går in i en "lugnare fas" framöver. Den bedömningen delar vi. Mycket tyder på att konjunkturtoppen har passerats och att vi befinner oss sent i den ekonomiska cykeln. Samtidigt är det mycket svårt att på förhand säga när nästa större inbromsning eller lågkonjunktur kommer inträffa. Att det skulle ske inom de närmaste åren är dock inte osannolikt. Riksbanken skulle då troligtvis inte hinna höja räntan, och vi skulle i sådant fall gå in i en lågkonjunktur med minusränta.



### Den försvunna inflationen

Det faktum att Riksbanken sänkte inflationsprognosen, men samtidigt skrev upp prognosen för BNP-tillväxten för 2019 påminner om att gamla samband har försvagats. Historiskt har stigande efterfrågan och resursutnyttjande gått hand i hand med högre inflation. Under den här cykeln har det sambandet varit svagt, i bästa fall. Inte ens en ränta under nollstrecket och en sällsynt svag krona har räckt för att bygga upp ett inflationstryck värt namnet i ekonomin. Nog för att inflationen sannolikt hade varit lägre utan Riksbankens ansträngningar, men likväl är det svårt att nå upp till målet. Världens centralbanker har gått från att göra allt de kan för att bekämpa inflation till att göra allt de kan för att skapa densamma. Det öppnar för en diskussion kring huruvida dagens penningpolitik utkämpar gårdagens problem.

Stefan Ingves bedömning är fortsatt att det är det allmänna efterfrågetrycket som ska hålla inflationen uppe. Baserat på historiken är det ett fullt rimligt antagande. Men det finns alltså skäl att ifrågasätta hur stark den kopplingen är.

### Krisfenomen – nytt normalläge

Sammantaget fortsätter ekonomin att befinna sig i en miljö där inflationen inte stiger trots långvarig högkonjunktur samt flertalet ansträngningar med både minusränta och obligationsköp. Återigen ser vi hur inflationsbesvikelser och utvecklingen i omvärlden försvårar för Riksbanken att normalisera penningpolitiken. Vi får vänja oss vid att noll- och minusräntor inte är krisfenomen utan en del av dagens penningpolitik. Det gör dock penningpolitiken mindre kraftfull och gör det svårare att stötta ekonomin när stödet kommer behövas som mest. ●

---

Ekonomin fortsätter att befinna sig i en miljö där inflationen inte stiger trots långvarig högkonjunktur



# Urstark börs

## – tillbaka på ruta ett

Den rejäla återhämtningen på aktiemarknaderna i år har pressat börserna till nya rekord både i USA och Sverige. Företagens delårsrapporter för första kvartalet har överlag varit bättre än förväntat och vissa tecken på stabilisering i den ekonomiska statistiken har dykt upp. Om dessa positiva tecken håller i sig kan det bidra till ytterligare börsuppgångar. Hastigheten på uppgången i år och fortsatt osäkerhet kring konjunkturen motiverar samtidigt viss försiktighet.

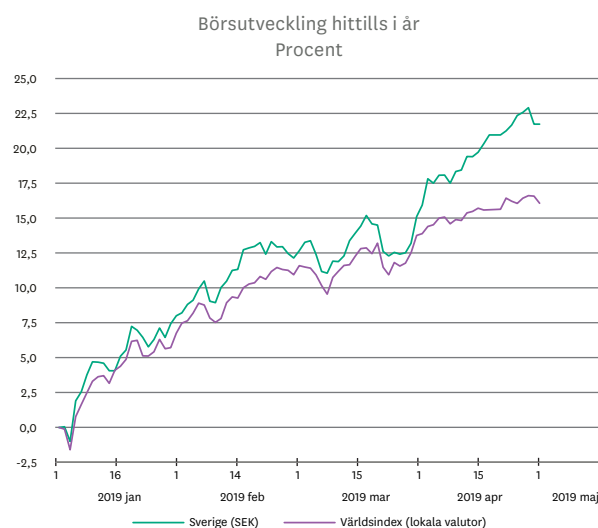
### Stöd till börsen från flera håll

Efter en tid med oro för den globala konjunkturen har vi nu sett vissa positiva signaler. Det bidrar till att skingra den oro för världsekonomin som har funnits under året. Tillväxten framöver kommer troligtvis vara dämpad, men dämpad tillväxt är fortfarande tillväxt. I grund och botten handlar det om att risken för lågkonjunktur inom överskådlig tid anses ha minskat, och frånvaro av lågkonjunktur räcker långt i sig. Under året har även världens centralbanker gjort tydliga omsvängningar. Både Fed, ECB och senast Riksbanken har intagit en mer försiktig position. Risken för att centralbankerna knäcker konjunkturen har därmed minskat, vilket eldar på riskapiten. Dessutom har företagens delårsrapporter för första kvartalet överlag slagit förväntningarna, vilket tyder på att det fortsättningsvis går bra för företagen och ytterligare skingrar orosmolnen. Med mjukare centralbanker, tecken på stabilisering i konjunkturen och bra bolagsrapporter är det logiskt att börsen har stigit.

### Lugnare framöver

Efter rivstarten på börsen i år finns det skäl att anta att eventuell fortsatt uppgång härifrån kommer ske i lägre takt. Stockholmsbörsen har stigit omkring 22 procent hittills i år – på fyra månader. Även om det till största del har handlat om att ta igen förlorad mark, så är det likväl en mycket snabb uppgång. Om börsen skulle hålla samma tempo på uppgången under återstoden av året, skulle vi landa på en totalavkastning på bortåt 90 procent för 2019, vilket får ses som tämligen osannolikt. Det innebär inte att uppgången är klar för i år, men skänker lite perspektiv på hastigheten på uppgången.

På kort sikt finns naturligtvis risk för en rekyl efter den snabba och stora uppgången i år. Men för att få till en större, och mer varaktig, nedgång behöver förmodligen någon av de faktorer som har fått fart på börsen förlora kraft. Vi ser i dagsläget små risker för att penningpolitiken åter ska svänga i mer åtstramande riktning. Låg inflation och dämpad tillväxt i kombination med de förväntningar som har byggts upp på marknaderna, talar för att centralbankerna förblir mjuka åtminstone året ut. Den största risken som vi ser det är istället om de gröna skott vi har börjat se i den globala makroekonomiska statistiken visar sig vara tillfälliga. Konjunkturen är både långt gången och bräcklig, och toleransen för nya besvikelser torde vara låg. Vi tolkar trots allt uppgången i år som att förväntningarna är högt ställda. Det skapar alltid utmaningar.





Börsrekord är en naturlig del av en aktiemarknad som stiger.

Börsutveckling, världsindex sedan 1 oktober 2018  
Procent, lokala valutor



### Snabb uppgång men inte per automatik ansträngt

Trots den fantastiska uppgången hittills i år, så innebär det faktum att vi nått och jämt har återhämtat oss från höstens ras att utgångsläget inte per automatik är ansträngt. Ett globalt börsindex har stigit 16 procent i år, men bara 2 procent sedan oktober i fjol. Att vi nu har passerat de gamla rekorden och börsen vinner ny terräng är heller inte anmärkningsvärt utan snarare rimligt så länge som vi befinner oss i en uppåt-gående marknad. Efter att Stockholmsbörsens breda index för omkring fem år sedan passerade rekordet från före finans-krisen har avkastningen varit omkring 77 procent. Och då har

börsen slagit nya rekord på löpande band, men också åkt på några smällar längs vägen. Börsrekord är således inte en varningssignal utan en naturlig del av en aktiemarknad som stiger.

Även om vi inte kan veta hur börsen slutar i år, så är kombinationen av visserligen dämpad, men likväl tillräcklig, tillväxt samt låg inflation som håller räntehöjningar borta, i grunden positiva för aktier. Förutsättningarna för att börsen ska kunna fortsätta uppåt, om än i långsammare takt än de senaste månaderna, finns alltså där. Mot det ska ställas dels den fortsatta osäkerhet som råder kring konjunkturen. Nog för att det har dykt upp gröna skott i statistiken, men vi fortsätter samtidigt att se en hel del besvikelser. Vidare är handelskonflikten mellan USA och Kina inte över. Det blev vi påmind om i början av maj när president Trump på nytt hotade med att införa nya tullar på import från Kina, vilket fick världens börser på fall. Nya förhandlingar är inplanerade efter att detta marknadsbrev publiceras. Dessutom anser vi även fortsatt att vi befinner oss i den senare delen av konjunkturcykeln. Den som äger aktier bör därför räkna med en större nedgång under sin placeringshorisont även om det kan dröja ett bra tag till. ●

### **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 5 och 7

### **Källa till grafer**

Macrobond

### **Publiceringsdatum**

Maj, 2019