

Placeringsutsikter

Oktober 2017

Skandia

**Bra fart
i ekonomin
men långt
ifrån riskfritt**



MEDVERKANDE



Maria Landeborn är sparekonom på Skandia och arbetar med spar- och placeringsfrågor.



Johan Lundqvist är makroekonom och arbetar med konjunktur- och placeringsbedömningar.



Lars-Göran Orrevall är chef för Skandias kapitalförvaltningsbolag.



Axel Brändström är chef för Skandias investeringsstrategi.

Publiceringsdatum: oktober 2017

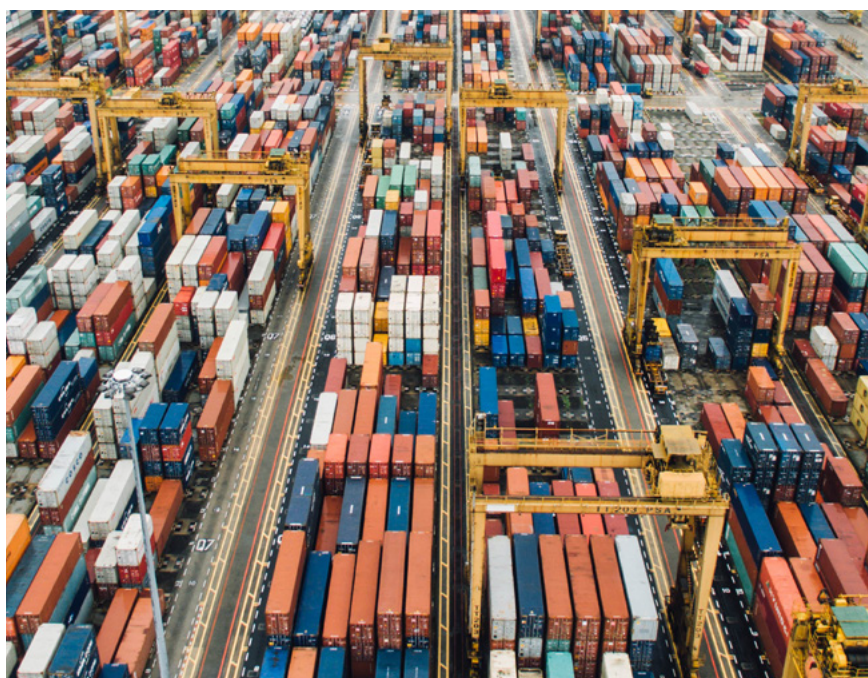
Detta material har tagits fram av Skandia i informationssyfte. Det är inte ett erbjudande eller en förfrågan om att köpa eller sälja något finansiellt instrument. Även om skäliga åtgärder har vidtagits för att säkerställa att innehållet inte är osant eller missvisande så lämnas inga garantier om riktigheten 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 individu-

ella 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.

INNEHÅLL



A

KRÖNIKA 04

B

MAKRO 06

C

KONJUNKTURSCENARION 08



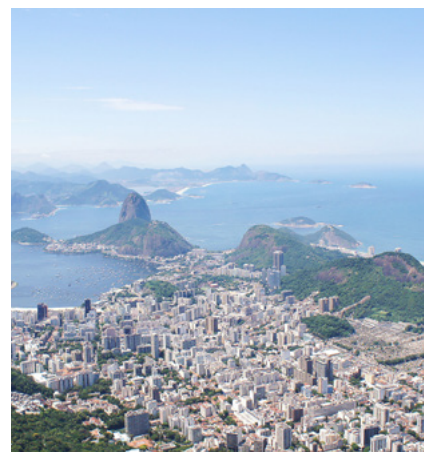
D

RISKER 12



E

PORTFÖLJ 15



F

SKANDIAS VÄRDEMÄTARE 17



G

MARKNADSÖVERSYN 19



H

RÄNTEPLACERINGAR 26



Välkommen till nya och bättre Placeringsutsikter

Hej, och välkommen till första numret av nya och bättre Placeringsutsikter – publikationen som hjälper dig att fatta medvetna och smarta investeringsbeslut. Artiklarna är, som vanligt, skrivna av Skandias kapitalförvaltning. Det som är nytt är att vi paketerat innehållet på ett tydligare och förhoppningsvis mer inspirerande vis.

I detta nummer fokuserar vi på de stora rörelserna i världsekonomin och konsekvenserna för oss här i Sverige. Det har nu gått mer än åtta år sedan börsen vände upp efter finanskrisen och för första gången stärks konjunkturen simultant i flera stora regioner i världen. Bolagsvinsterna växer och såväl företag som konsumenter ser alltmer positivt på framtiden. Det finns därmed goda förutsättningar för vidare börsuppgång – men det avspeglas redan mer än väl i prissättningen på såväl aktier som obligationer. Det är helt enkelt sällsynt ont om bra köplägen.

För att ranka den långsiktiga potentialen på världens aktiemarknader använder vi oss för första gången av Skandias Värdeomätare. Den bygger på en bedömning av värderingar, vinsttillväxt och trend på respektive marknad, men innehåller också en kvalitativ bedömning för att fånga upp andra faktorer som kan påverka avkastningspotentialen. De marknader vi anser har störst långsiktig potential är Sverige, Japan och Asien.

Om detta, och mycket annat, handlar Placeringsutsikter denna gång.
Trevlig läsning!

Fina förutsättningar – men sällsynt ont om köplägen

Förutsättningarna för att aktiemarknaderna ska kunna klättra vidare uppåt har förbättrats i takt med att den globala konjunkturen stabiliserats i år. För första gången sedan finanskrisens slut ökar tillväxten i flera stora regioner i världen samtidigt, och samtidigt ökar bolagsvinsterna. Något gyllene köptillfälle är det trots det inte fråga om.

De ljusare förutsättningarna speglas nämligen mer än väl i prissättningen på såväl aktier som obligationer. Redan i våras konstaterade vi att aktiemarknaderna generellt var dyra – och sedan dess har värderingarna stigit ytterligare. Samma sak har hänt på räntemarknaden. Dyrt har blivit dyrare och förhållandet mellan risk och avkastning ser allt mer ansträngt ut.

Dyrt eller inte – något ska man placera i och att ha alla pengar på sparkontot är inget lockande alternativ. Givet att förutsättningarna ser bättre ut än på länge är det rimligt att äga aktier, men hur stor del de ska utgöra av det totala sparandet måste anpassas efter sparhorisont och riskvilja. Det blir en avvägning mellan att skapa avkastning i det fall börsen fortsätter uppåt, och att ha kapital som behåller sitt värde om börsen istället vänder ner.

En långt ifrån riskfri värld

Den molnfria himlen över realekonomin har gjort att centralbankerna nu har möjlighet att börja runda av den stora stimulansfesten. I USA har Fed redan påbörjat processen, och i Europa väntas ECB följa efter det närmaste halvåret. När det sker banar det även väg för Riksbanken att höja styrräntan. Frågan är bara hur marknaden kommer att reagera när centralbankernas samlade balansräkning så småningom börjar krympa.

Att det ständigt ökande utbudet av likviditet har varit positivt för priset på aktier,

bostäder och obligationer är det få som invänder emot. Frågan är om det går att göra det motsatta, det vill säga minska utbudet av kapital, utan att det får motsatt effekt på marknaden. En annan risk som också är kopplad till de senaste årens ultralåga räntor, är den att centralbankerna inte hinner normalisera penningpolitiken före nästa lågkonjunktur kommer. Konsekvenserna av en global inbromsning när centralbankerna sitter med en uttömd penningpolitisk arsenal är svåra att överblicka. Mer om detta och vilka andra hot vi ser mot börsen kan du läsa på sidan 12.

Aktiemarknader: håll koll på värderingen

Medan konjunkturbilden är mer samstämmig än på länge har börserna gått desto mer i otakt de senaste månaderna. En av de marknader som utvecklats sämst är den svenska, och en faktor som spelat en viktig roll är de stora rörelser som skett på valutamarknaden. Dollarn har försvagats kraftigt på kort tid och det får negativa effekter för många stora svenska exportbolag. Bäst i år har det

”Att det ständigt ökande utbudet av likviditet varit positivt för priset på aktier, bostäder och obligationer är det få som invänder emot”



Den molnfria himlen över realekonomin har gjort att centralbankerna nu har möjlighet att börja runda av den stora stimulansfesten.



gått för börserna i tillväxtregionerna. Vi listar världens sju aktiemarknader och väger samman värderingar och vinsttillväxt med en kvalitativ bedömning av framtidsutsikterna. Resultatet är en bedömning av om marknaden bör ha en över-, under- eller neutral vikt i portföljen. Bland de köpvärda aktiemarknaderna hittar vi Asien och Sverige, medan potentialen bedöms vara lägre i USA på grund av höga värderingar.

Aktier är dyra, obligationer dyrare

Även om många aktiemarknader kan tyckas högt värderade finns det en annan marknad som är ännu dyrare – räntemarknaden. Räntorna på statsobligationer är som bekant mycket låga. I penningmarknadsfonder, som investerar i korta statspapper, är avkastningen nära noll eller till och med svagt negativ efter avgifter. För att öka den möjliga avkastningen är ett alternativ obligationsfonder som ger en liten positiv avkastning. Problemet med dem är att om räntan stiger faller de initialt i värde.

Det kanske mest anmärkningsvärda på räntemarknaden just nu är att ränteskillnaden mellan företagsobligationer och statsobligationer har krympt till nivåer som bara skådats strax före finanskrisen.

Det innebär att man idag får väldigt lite extra betalt för att ta betydligt högre risk. Så länge ekonomin utvecklas väl och inga oväntade chocker inträffar är det inga problem – men i händelse av en konjunktur- eller börsnedgång kommer även företagsobligationer att ta stryk.

Tre konjunkturscenarion och tre portföljer

Den enskilt viktigaste faktorn för börsens utveckling på lång sikt är konjunkturen. Sannolikheten för en lågkonjunktur i närtid bedömer vi är låg, men att det kommer en sådan inom fem år är närmast säkert. Vad som kommer att utlösa den är mer osäkert. Förutom den nedtrappning av stimulanserna som kommer allt närmare i tiden finns också andra risker att förhålla sig till. Geopolitisk oro, en svällande kinesisk skuldbörda eller en ny kollaps i oljepriiset riskerar att få långtgående effekter på ekonomin.

I det här numret av Placeringsutsikter skissar vi även på tre möjliga vägar för världsekonomin framöver och vad de betyder för sparandet. Vi har dessutom tagit fram tre portföljer att utgå ifrån beroende på konjunktursyn, riskaptit och sparhorisont. ●



Maria Landeborn
Sparekonom

Makroutblick: Världsekonomin uppe i marschfart

Det har nu gått ungefär ett år sedan den globala konjunkturen visade bottenkänning. Trots några farthinder på vägen och en förhöjd politisk osäkerhet har världsekonomin lagt i en högre växel. Vi är nu uppe i vad som får betraktas som marschfart för den globala ekonomin. Mycket högre hastighet blir det förmodligen inte i närtid. Det kan låta lite trist, men är i själva verket goda nyheter.

Världsekonomin lägger i högre växel

På senare tid har den ekonomiska statistiken bekräftat bilden av det pågående uppsvinget för den globala konjunkturen. Särskilt positivt är att förbättringen sker på bred front. I USA kommer ekonomin allt längre in i konjunkturcykeln och i euroområdet är tillväxten den starkaste på sex år. Även ett sorgebarn som Grekland, vars ekonomi har harvat kring nollstrecket de senaste åren, tycks börja växa i år. Vidare har recessionerna i Brasilien och Ryssland tagit slut, vilket innebär att ytterligare två stora ekonomier börjar bidra till den globala tillväxten istället för att trycka ned den. Dessutom ångar den kinesiska motorn på i något högre takt än vad som var väntat, även om lite lägre tillväxt är att vänta framöver. Ytterligare ett tecken på att den globala konjunkturen verkligen håller på att få upp farten ser vi i prognoserna. Under de gångna åren har vi sett ett mönster där BNP-prognoserna gradvis skruvas ned i takt med att året går. I år har vi sett det omvända där de istället har höjts ett par snäpp under året.

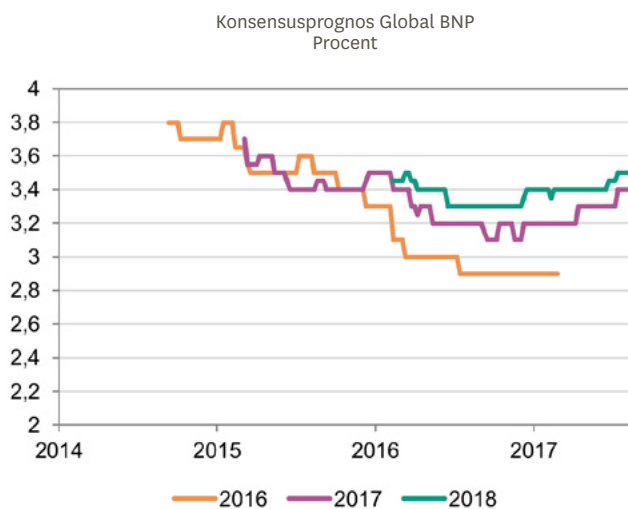
Hastighetsbegränsningen har sänkts

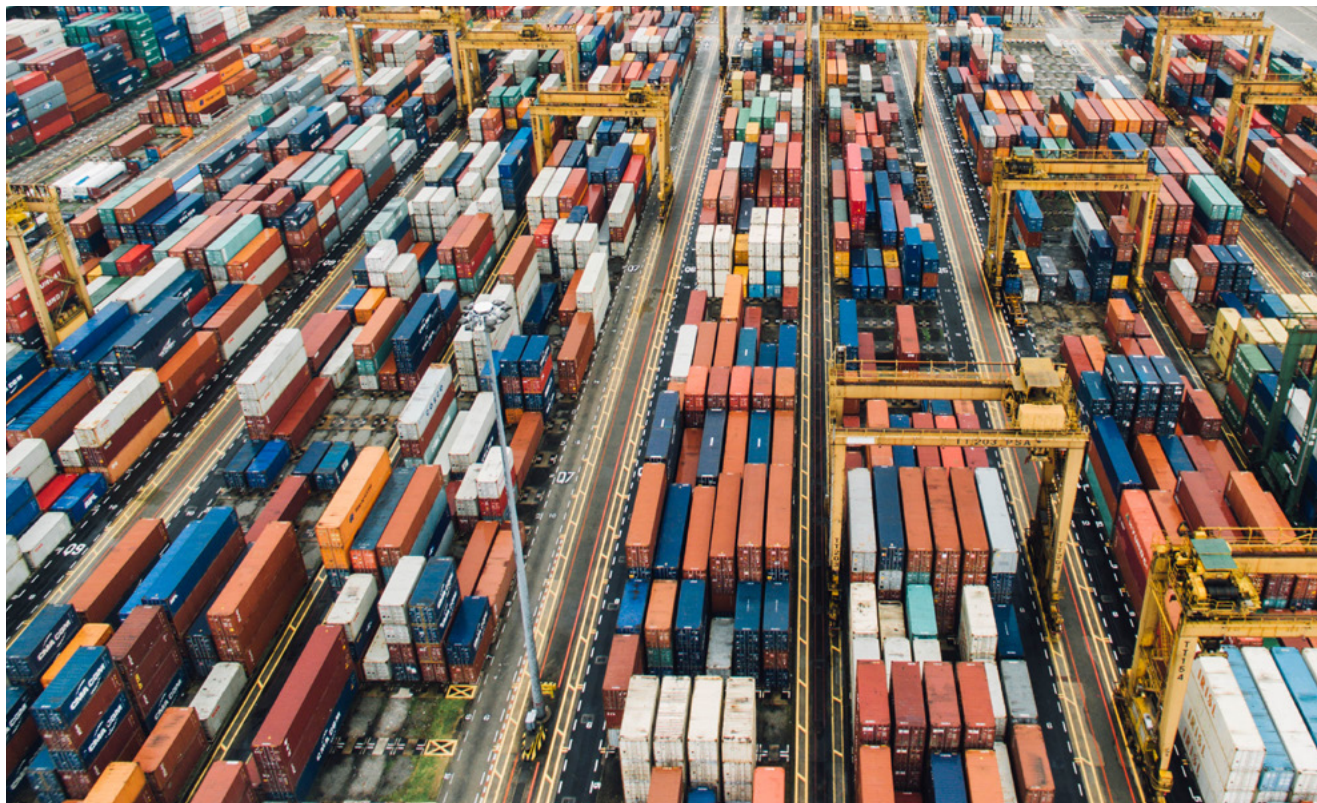
Storleken på förbättringen ska dock inte överskattas – sammantaget rör det sig om ett tillväxtlyft på omkring en halv procentenhet. Och blickar vi in i nästa år handlar det kanske om ytterligare någon tiondel eller två. Mycket högre tillväxt än vad vi har just nu får vi förmodligen inte – åtminstone inte under överskådlig tid. Jämför vi med

åren före finanskrisen kan det tyckas lite klen, men mycket har förändrats på de tio år som har gått. Dels har effekten av faktorer som stöttade tillväxten i början av 2000-talet – såsom kraftig ökning i världshandeln, IT- och telekom-revolutionen samt strukturella reformer i tillväxtländer – klingat av. Vidare har den demografiska situationen förändrats med en åldrande befolkning och långsammare tillväxt i arbetskraften. Dessutom har skuldbördan i världsekonomin svällt ytterligare. Tillsammans bidrar de här faktorerna till att den potentiella tillväxten, som kan liknas vid en hastighetsgräns, i världsekonomin har minskat. Det innebär inte att hastighetsgränsen har sänkts för all framtid – via smarta investeringar och sunda reformer kan gränsen höjas i framtiden.



Johan Lundqvist
Makroekonom



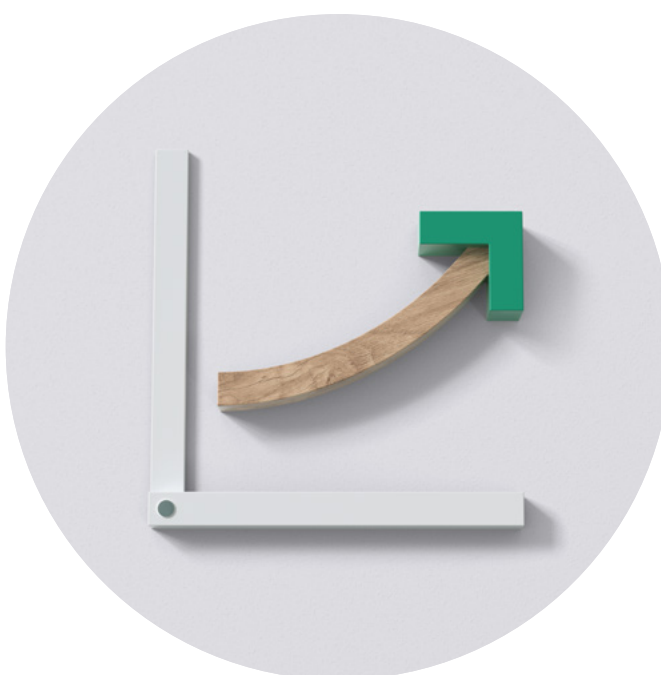


Sweet spot för ekonomin, knivigt för centralbankerna

Sammantaget befinner sig världsekonomin i en *sweet spot*, där tillväxten ökar utan att inflationen tar nämnvärd fart. Det innebär fortsatt besvärliga förutsättningar för penningpolitiken. I USA har Fed kunnat höja räntan totalt fyra gånger och i euroområdet har ECB minskat storleken på obligationsköpen med en fjärdedel. Samtidigt har retoriken kring riskbilden ljusnat något, vilket har skingrat "krisstämningen" på obligationsmarknaden där räntorna har klättrat upp från bottenivåerna från i fjol. Nu tas nästa steg när Fed ska minska storleken på balansräkningen. Litet längre fram i vinter väntas dessutom ECB påbörja en nedtrappning av obligationsköpen, vilket även möjliggör för Riksbanken att avsluta det svenska stödköpsprogrammet. Hökaktiga signaler har även kommit från Bank of England. Men inflationstrycket fortsätter alltså att lysa med sin frånvaro och långräntorna befinner sig i närheten av nivåerna vid årsskiftet. Om inte centralbankerna har marknaden med sig kommer det bli svårt att minska på stimulanserna. Att bekämpa inflation är en sak, men att strama åt i frånvaro av inflationshot är sannolikt inte lika uppskattat. Centralbankerna

kommer därför tvingas fortsätta gå balansgång. Så medan konjunkturen har kommit upp i marschfart kör centralbankerna vidare i full fart med raketbränsle i tanken. Vi kan bara hoppas att de hinner lätta lite på gasen framöver, så att de inte behöver tvärnita eller ännu värre att bränslet är förbrukat när det kommer att behövas på riktigt. ●

"Under de gångna åren har vi sett ett mönster där BNP-prognoserna gradvis skruvas ned i takt med att året går. I år har vi sett det omvända."



Vart är världsekonomin på väg?

Penningpolitiska stimulanser i all ära, men på längre sikt är det trots allt konjunkturen som har störst betydelse för utvecklingen på de finansiella marknaderna. När nu den globala tillväxten växlar upp blir frågan – vad händer härnäst? I grund och botten ser vi tre huvudscenarior för världsekonomin. Fortsätter högkonjunkturen, kommer vi att behöva växla ned igen eller dyker det upp ett hinder som tvingar oss att tvärbromsa? Nedan skissar vi på dessa tre scenarior och vad de skulle kunna leda till.

Bibehållen eller ökad marschfart:

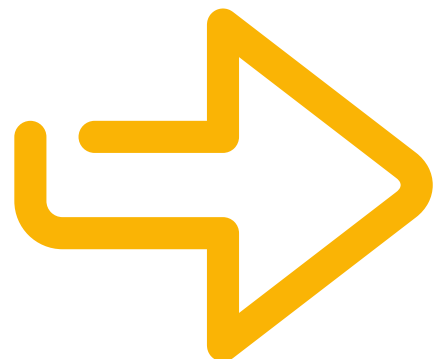
Högkonjunkturen fortsätter

I den bästa av världar fortsätter rådande Goldilocks-ekonomi även under kommande år. Tillväxten hålls stabil eller ökar ytterligare i takt med att investeringarna tar bättre fart. Inflationen ökar när resursutnyttjandet stiger, men det sker i förhållandevis måttlig takt. Penningpolitiken normaliseras mycket gradvis i en takt som marknaderna accepterar. Räntorna stiger i långsam takt och bolagsvinsterna fortsätter att växa. I detta scenario ger de flesta investeringar positiv avkastning. Men med uppskrivade aktievärderingar och ytterst låga obligationsräntor i utgångsläget blir avkastningen trots allt lägre än under de gångna åren. Under åren efter finanskrisen har årsavkastningen på ett globalt börsindex varit ca 14 procent i svenska kronor. Det är omkring dubbelt så mycket som snittet över längre perioder. I detta scenario är årsavkastning i nivå med eller lägre än historiska snitt på omkring 7 procent en mer rimlig förväntning. Obligationer ger initialt svag eller till och med negativ avkastning när räntorna stiger, men i takt med att den genomsnittliga räntan på obligationer i räntefonder går upp, stiger också avkastningen efter hand. I det här scenariot står sig konjunkturen fram till dess att räntan når ekonomins smärtgräns. Den smärtgränsen är dock lägre nu än historiskt, vilket innebär att vi inte kommer upp till tidigare räntetoppar.



Nedväxling: Konjunkturen försvagas – men hålls vid liv

Det gäller att komma ihåg att utvecklingen hittills under 2017 är något av ett undantag från hur det har sett ut de gångna åren. Just nu spinner den ekonomiska motorn utan nämnvärd störning och samtliga cylindrar bidrar till kraften. Normaltillståndet under åren efter finanskrisen har snarare kännetecknats av störningar och kriser av olika slag samt recessioner i flertalet stora ekonomier. I nedväxlingsscenariot ser vi en repris av



G20-länder: BNP-tillväxt
Procent i årstakt



åren 2011–2016. Det innebär att policy-misstag och/eller chocker försvagar konjunktoren. De är inte tillräckligt allvarliga för att sänka den globala konjunktoren, men vi ser regionala recessioner. Centralbankerna tvingas avbryta normaliseringen av penningpolitiken. På vissa håll blir även nya stimulanser aktuella i den mån utrymme finns. Marknadsräntorna sjunker och avkastningen på obligationer gynnas svagt. I detta scenario försvagas avkastningen på aktier, men de regionala variationerna blir stora. Sammantaget kan ett globalt börsindex fortsätta ge positiv avkastning, men den blir lägre än i scenariot ovan och enskilda börser sjunker – i vissa fall kraftigt. Osäkerheten ökar och med den, kurssvängningarna. Även aktier och börser som inte är direkt påverkade av försvagningen kan falla påtagligt på kort tid.

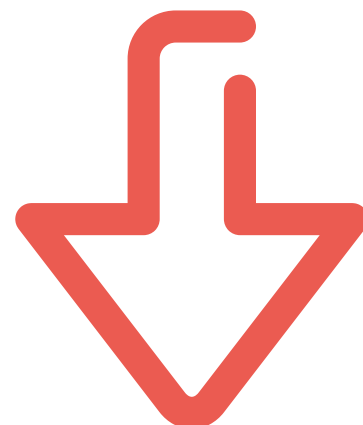
Tvärnit: Lågkonjunktur

I scenariot ovan lyckas kriser och chocker tyglas, och även om börser och konjunktur påverkas globalt, blir de svåra följderna främst lokala. Alla chocker är dock inte likadana. En sprucken IT-bubbla eller en konkurs i en amerikansk storbank skiljer sig som bekant i magnitud från en grekisk recession. I scenariot med tvärnit drabbas hela världsekonomin och konjunktoren dör. Företagens försäljning och vinster rasar och arbetslösheten stiger. I normalfallet skulle centralbankerna träda in med räntesänkningar för att mildra fallet, men eftersom den penningpolitiska ammunitionen redan är förbrukad – i vissa fall under högkonjunktur – är utrymmet för stödåtgärder från cen-

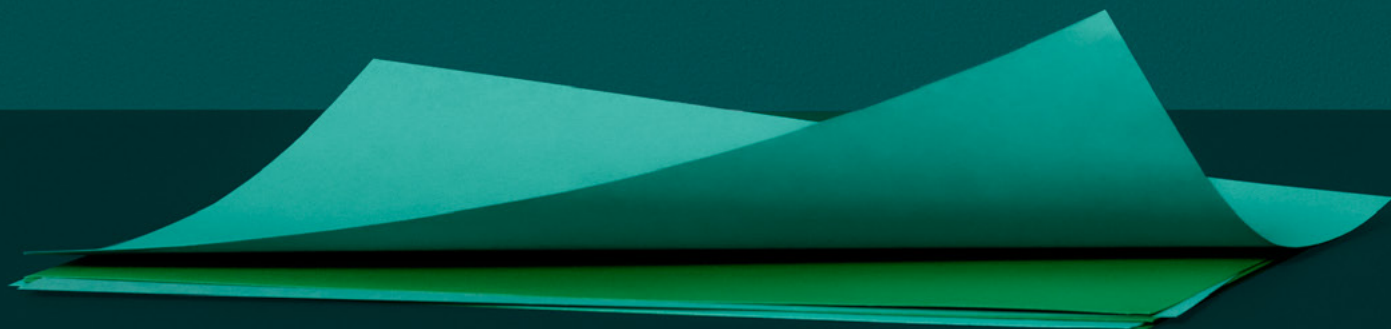
tralbankerna marginellt. Frånvaron av penningpolitiska reserver gör att vi räknar med att nästa lågkonjunktur kommer bli besvärlig. I det här scenariot blir prisfallen på de finansiella marknaderna stora. Fastighetspriser faller när sjunkande efterfrågan inte kan motverkas av lägre lånekostnader. Nedgången på börsen förvärras av de höga aktievärderingarna i utgångsläget. Ränteskillnaden mellan statsobligationer och företagsobligationer skjuter i höjden. Det enda som håller emot är statsobligationer, men även där uppstår frågetecken. Vi vet helt enkelt inte vilka följderna blir när räntorna letar sig allt längre ned under nollstrecket.

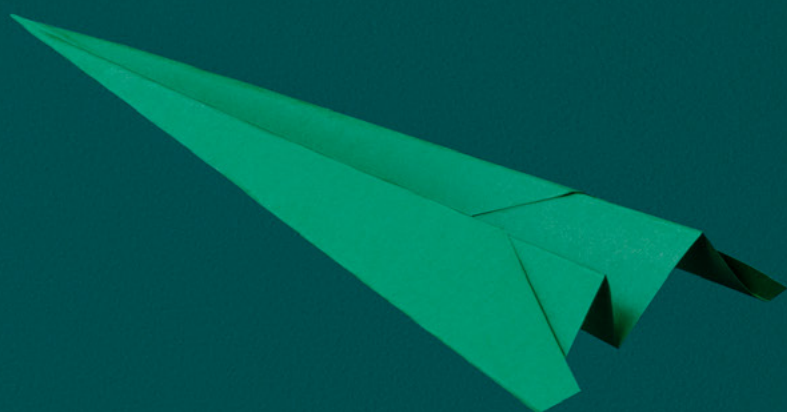
Så – vilket scenario blir verklighet?

I nuläget ser vi låg risk för lågkonjunktur. Tvärtom är signalerna från olika framåtblickande indikatorer att den positiva utvecklingen i konjunktoren håller i sig. Penningpolitiken är fortfarande expansiv globalt sett, vilket smörjer de ekonomiska hjulen. I när-tid, säg under det närmaste året, är alltså bibehållen marschfart vårt huvudscenario medan tvärnit får ses som osannolikt. På lite längre sikt – säg fem år – gäller dock det omvända. Förr eller senare kommer växande resursutnyttjande att leda till inflation även den här gången, och då stiger räntorna tills de når ekonomins smärtgräns. Det vore till och med det önskvärda scenariot eftersom räntorna då kan sänkas igen. Mardrömsscenarioet vore om en tillräckligt stark chock dyker upp innan räntorna har hunnit normaliseras. Då blir det jobbigt. ●



”Risken för att vi får en
lågkonjunktur under det
närmaste året bedömer vi
som låg – men att det
inträffar inom fem år får
närmast betraktas som
oundvikligt”





En långtifrån riskfri värld

Konjunkturer dör inte av hög ålder. Ibland är det tilltagande inflationstryck som driver upp räntorna till nivåer som stryper aktiviteten. I andra fall är det oväntade chocker som får festen att ta slut. Här listar vi de fem största hoten som vi ser mot konjunkturen och börsen i närtid. Dessa risker, om de materialiseras, behöver inte nödvändigtvis realisera lågkonjunkturscenariot vi beskrev föregående kapitel, men de har potential att utlösa påtagliga börsfall.

Svällande kinesisk skuldbubbla brister

För omkring två år sedan fanns en oro för att den kinesiska ekonomin skulle hårdlanda till följd av ombalanseringen av ekonomin. Den oron har minskat efter att tillväxten stabiliserades under fjolåret, vilket har fortsatt i år. Riktade stimulanser i form av räntesänkningar och regellättnader för bostadsköpare i kombination med utbudsreformer för att minska överkapaciteten inom industri-sektorn har stöttat tillväxten. Att stimulera tillväxt är dock inte gratis. Priset för de extra decimalerna på BNP-siffran är att skuldsättningen i den kinesiska ekonomin fortsatte att öka. Bara under förra året ökade bankernas utlåning mer än dubbelt så snabbt som nominell BNP. Fram till finanskrisen låg skuldsättningen i den kinesiska ekonomin tämligen stabil på knappt 150 procent av BNP. Den siffran har under de senaste tio åren ökat till över 250 procent. Parallellt med skenande kreditgivning har Kinas banksektor vuxit till över 300 procent av BNP och är därmed nu en av de största i världen. Växande skuldberg och svällande banksektor ökar sårbarheten i ekonomin.

Mot slutet av förra året började myndigheterna strama åt genom att höja räntor och dra tillbaka många av de stimulanser som har stöttat tillväxten det senaste dryga året. Men att minska de finansiella riskerna lär ta tid. En betydande del av skuldstocken har finansierat låg- eller olönsamma zombieföretag och statsägda företag. Det går dessutom inte att utesluta att det gömmer sig andra surdeggar på bankernas balansräkningar. Vid en försvagning av konjunkturen – med antingen inhemskt eller internationellt



ursprung – eller en förstärkning av inflationen som driver upp räntorna kan det kinesiska skuldberget och den enorma banksektorn bli ett reellt hot. I båda dessa scenarior riskerar ökade konkurser och betalningsinställelser utlösa kedjereaktioner som drabbar det finansiella systemet hårt.

Yellen tar i för hårt och för snabbt

Sedan december 2015 är den amerikanska centralbanken Fed inne i en räntehöjningscykel. Styrräntan har hittills höjts fyra gånger och siktet är inställt på ytterligare fyra fram till nästa årsskifte. Dessutom har Janet Yellen nu påbörjat arbetet med att minska storle-

ken på balansräkningen. Om historien kan ge någon vägledning kan det finnas skäl att vara på sin vakt när penningpolitiken nu stramas åt. För när väl Fed har börjat höja räntan historiskt, brukar det bara dröja 2–3 år innan de behöver sänka den igen. Ser vi till de två senaste räntehöjningscyklerna kan vi också konstatera att om man hade investerat på den amerikanska börsen i samband med den första räntehöjningen var avkastningen fem år senare negativ i båda fallen, inräknat utdelningar.

Det går förvisso att invända att det är långt kvar tills räntan ens kommer i närheten av de nivåer som har nåtts vid tidigare räntetoppar. Men dels har räntetopparna blivit allt lägre vid varje konjunkturcykel under de senaste decennierna. Dessutom är sannolikt ekonomins räntekänslighet större nu än på toppen av förra högkonjunkturen, 2007. Så en ränta på, säg, 5 procent för tio år sedan, motsvarar sannolikt en betydligt lägre ränta idag. Exakt hur låg vet vi dock

”När Fed väl har börjat höja räntan historiskt, brukar det bara dröja 2–3 år innan de behöver sänka den igen”

inte. I nuläget har vi inget inflationstryck att tala om i den amerikanska ekonomin. Men det gäller att komma ihåg att USA har kommit långt in i konjunkturcykeln och arbetsmarknaden är mycket stram. Ju längre in i cykeln vi kommer, desto mer ökar risken för att flaskhalsar och kapacitetsbrist driver upp inflationen. Om det kommer plötsligt och snabbt kan Fed tvingas till täta och snabba höjningar och kan då passera ekonomins smärtgräns tidigare än vad de flesta är förberedda på i dagsläget.

Global stimulansavveckling utlöser börsfall

Amerikanska Fed må ligga långt före sina centralbankskollegor i andra länder, men i oktober ska Mario Draghi meddela hur det blir med det europeiska stödköpsprogrammet. Förväntningarna har ökat på att ECB ska börja trappa ned storleken på obligationsköpen i slutet av 2017 eller början av 2018. Det är än så länge bara spekulationer, men med växande förtro-

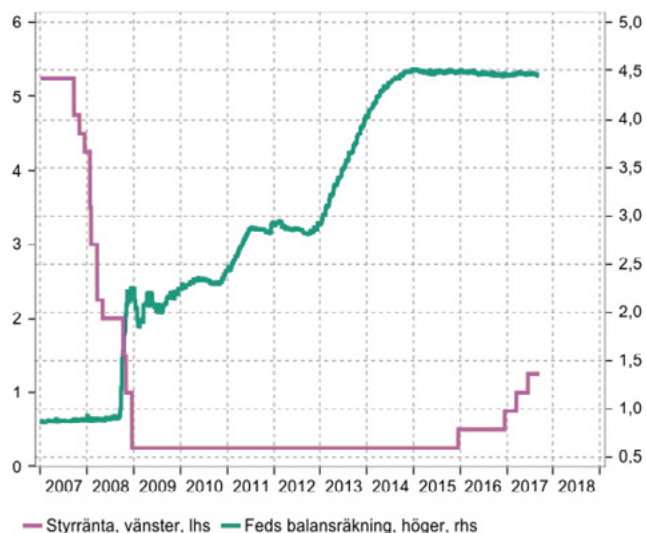
ende bland hushåll och företag, den starkaste tillväxten sedan 2011 och en stabilisering av inflationen är det inte helt otroligt att Draghi gör slag i sak. I mitten av september meddelade även Bank of England att en räntehöjning rycker allt närmare. Och om de största ekonomiernas centralbanker visar vägen går det inte att utesluta att även andra centralbanker passar på att haka på.

Stimulansfesten har redan kulminerat i och med Feds redan genomförda räntehöjningar och ECB:s första nedtrappning i våras. Även från Kina har olika stimulanter plockats bort. Men nu rör vi oss mot nästa fas när den faktiska minskningen av likviditet är på väg. Om Fed minskar återinvesteringar av kuponger och ECB minskar storleken på de månatliga köpen innebär det att pengaflödet till marknaden faktiskt minskar. Nog för att konjunktur och bolagsvinster har förbättrats, men det konstanta flödet av reda pengar in på marknaden från centralbankerna är fortfarande oerhört viktigt. Problemet är att vi inte vet hur marknaderna kommer reagera när kranarna dras åt. Men med tanke på att centralbankernas svällande balansräkningar har varit en viktig anledning till den mycket starka utvecklingen vi har haft på de finansiella marknaderna under de senaste dryga åtta åren, finns det onekligen skäl att dra örnen åt sig när det stödet börjar dras tillbaka.

Ny oljepriskollaps sänker vinsttillväxten

En inte helt oviktig anledning till att globala företagsvinster har vänt upp under

USA: Styrränta och Federal Reserves balansräkning
Procent och triljoner dollar



det senaste året är prisuppgången på olja och industrimetaller. Till exempel var vinsttillväxten för amerikanska olje- och gasbolag 217 procent i det senaste kvartalet, vilket naturligtvis driver upp den totala vinstsiffran för börsen som helhet. Vändningen uppåt för bolagsvinsterna är sannolikt också en viktig förklaring till att börsen har kunnat hantera de amerikanska räntehöjningarna och sett förbi den politiska oron som finns i överflöd.

Oljepriset fortsätter att vara hoppigt, men har hittills i år handlats i ett spann mellan omkring 45–55 dollar per fat. Men så sent som för 1,5 år sedan var priset nere under 28 dollar per fat. Och även om det inte är vårt huvudscenario går det naturligtvis inte att utesluta att priset kommer ner till de nivåerna igen. Det skulle innebära ett prisfall på 47 procent från dagens nivå, vilket skulle utlösa nya förluster bland oljebolagen, och kringliggande sektorer, och därmed försvaga vinsttillväxten på börsen på nytt med nya kursfall till följd. En oljepriskollaps i sig självt räcker dock inte för att skicka in världsekonomin i lågkonjunktur, men om det sker parallellt med något av hoten ovan, kan det bli droppen som får bägaren att rinna över.

Donald Trump gör ett misstag

Det finns även en rad olika politiska orosmoln som lurar i kulisserna. Hur ska den

spända relationen mellan USA och Nordkorea utvecklas? Hur blir det med frihandelsavtalet Nafta? Kommer Donald Trump införa handelsrestriktioner gentemot Kina? Kommer andra länder i så fall dras med? Hur utvecklas relationerna mellan USA och Ryssland och hur väljer Ryssland att agera om USA minskar sitt internationella engagemang? Listan kan göras ännu längre. Vad många av de aktuella oroshärdarna har gemensamt är att USA:s politiskt oerfarne och förhållandevis oförutsägbare president är inblandad. Vi kan inte uppskatta hur stora riskerna är att Donald Trump gör allvar av något av de hot som han har uttryckt vid olika tillfällen. Vi kan dock konstatera att det finns många frågor som letar ett svar, och att fel svar kan få betydande konsekvenser. För närvarande ignorerar marknaderna den politiska risken fullständigt. Det är problematiskt eftersom det ger en falsk känsla av trygghet. Det innebär också att uppvaknandet riskerar att bli bryskt om något av hoten blir allvar.

Den svarta svanen

Riskerna vi pratar om ovan är identifierbara. Vi kan se dem, vi kan ha koll på dem och i någon mån kan vi också avgöra om de eskalerar eller avtar. Men så finns det också de där händelserna som dyker upp från sidlinjen som vi inte såg komma – de svarta svanarna.

Det kanske främsta exemplet är hösten 2008. Vi visste att den amerikanska banksektorn var hårt utsatt och att riskerna var stora, men beslutet att låta Lehman Brothers gå i konkurs var en svart svan. Jämfört med före finanskrisen är banksektorn i många avseenden bättre rustad nu till följd av hårdare regelverk som begränsar risktagandet. Däremot har centralbankernas låg-, noll- och minusräntepolitik i kombination med massiva köp av obligationer skapat ett osunt finansiellt riskbeteende som sträcker sig utanför bankerna. Ett exempel på detta är hur det blir allt vanligare att företag med svag kreditvärdighet kan låna pengar utan skyddande kovenanter till – i vissa fall – lika låg ränta som stater. För när centralbankerna köper upp obligationerna med hög kvalitet, tvingas investerare acceptera de mer riskfyllda alternativen. Följden blir att risktagandet ökar och att högrisktillgångar finns utspridda på platser där de inte hör hemma. Det behöver inte nödvändigtvis vara ett problem, men kanske kan det antas att om riskerna i det finansiella systemet ökar, så blir det också mer troligt att en oväntad chock dyker upp? ●



Tre portföljer för olika scenarion

Hur lång den konjunkturcykel vi för närvarande befinner oss i blir återstår att se. Risken för att vi får en lågkonjunktur under det närmaste året bedömer vi som låg – men att det inträffar inom fem år får närmast betraktas som oundvikligt. Vi ger förslag på tre olika portföljer baserade på konjunktursyn, riskaptit och sparhorisont.

Sedan konjunkturen och börserna vände upp 2009 har utvecklingen sett väldigt olika ut på olika marknader. Vi har både haft regionala lågkonjunkturer och börser som utvecklats såväl bra som dåligt under enskilda år. Totalt sett har dock världskonjunkturen hankat sig fram och under det senaste året har den till och med fått upp styrfart. Ett globalt aktieindex har gjort betydligt mer än hankat sig fram – det har under åren sedan finanskrisen gett en årsavkastning på remarkabla 14 procent i svenska kronor. Det är en avkastning att känna viss ödmjukhet inför.

Nu har vi dock nått den punkt i den ekonomiska återhämtningen där centralbankerna inte längre ökar stimulanserna utan förbereder en reträtt. Samtidigt är både börser och obligationer högt värderade och det är svårt att argumentera för att det är köpläge för den som har pengar på sidlinjen och letar investeringar. Att stå utanför är dock inte heller någon rolig strategi då ränteplaceringar, som historiskt ändå kunnat ge några procents avkastning per år, ger en låg eller i vissa fall negativ avkastning. Läget är helt enkelt sällsynt knepigt att förhålla sig till.

Så länge konjunkturen fortsätter att takta på och bolagsvinsterna ökar anser vi att det finns skäl att äga aktier, men det finns också goda skäl att ha koll på risken. Vårt att ha i bakhuvudet är att aktiemarknaden historiskt ofta föregått konjunkturen inför såväl upp som nedgångar, och en bra konjunkturutveckling är därmed inte en självklar garant för

fortsatt börsuppgång. Avgörande för hur en portfölj ska se ut blir hur stor risk man är villig att acceptera och hur lång placeringshorisont man har. Ju högre risk och ju längre placeringshorisont, desto högre aktieandel kan portföljen bestå av. Som vi konstaterade i texten om risker på sidan 12, har femårsavkastningen på den amerikanska marknaden vid de två senaste räntehöjningscyklerna varit negativ mätt från Feds första höjning. I december är det två år sedan Fed höjde räntan första gången. I det här läget, med en långvarig börsuppgång och höga värderingar i ryggen, är det sannolikt klokt att ha en placeringshorisont på mer än fem år för att på så öka chansen att få en positiv avkastning. Baserat på de tre konjunkturscenarionerna, risk och placeringshorisont har vi tagit fram tre olika grundportföljer, som givetvis kan anpassas till den enskilda spararens förutsättningar.

”Det bästa ligger ännu framför oss”

Den som tror på det starkaste av våra tre konjunkturscenarion och att världsekonomin ännu inte nått sin maxfart utan att det finns mer att ge, kan välja att ha en portfölj som består av närmare 100 procent av aktier. Med tanke på att börserna är högt värderade och att uppgången pågått under mycket lång tid, är det dock svårt att rekommendera någon att i det här läget kraftigt öka andelen aktier. Den som redan har en hög aktieandel kan däremot välja att behålla den. För att anamma en sådan strategi bör man dock antingen vara mycket aktiv och beredd att byta fot när förutsättningarna ändras, eller ännu hellre ha en placeringshori-





sont motsvarande minst en konjunkturcykel, det vill säga 7 år eller mer. Att lyckas köpa och sälja vid rätt tidpunkt är som bekant en svår konst som få lyckas med, och för de allra flesta är det betydligt bättre att vara långsiktig. Fördelen med långsiktighet är att man i princip kan bortse från var i konjunkturcykeln vi befinner oss och fokusera på att över tid bör aktier ge en god avkastning även om det svänger längs vägen.

”Läget är svårbedömt”

Om det mer medelmåttiga konjunkturscenariot blir verklighet och världsekonomin återigen utvecklas i otakt, med regionala hög- och lågkonjunkturer och stora svängningar på börserna till följd, är en mer balanserad portfölj att föredra. En portfölj med cirka 60/40 aktier och obligationer kan tyckas aningen tråkig, men ger både utrymme för att ta del av fortsatt börsuppgång och bevara kapital i händelse av en börsnedgång. Fördelningen passar den som har en sparhorisont på fem år eller mer. Fördelen är att den tar höjd för osäkerheten kring utvecklingen framöver. Fortsätter börserna att stiga ett eller flera år till, får placeraren del av kursuppgången tack vare den 60-procentiga aktieandelen. I sådant fall får man dock acceptera att räntedelen av portföljen kommer att ge en låg, eller ingen, avkastning under

tiden. I perioder med svagare utveckling behåller behåller räntedelen av portföljen sitt värde eller ger svagt positiv avkastning och kan så småningom användas för att öka aktieandelen när börserna blivit billigare än de är idag.

”Uppsidan speglar inte riskerna”

Att det inte saknas risker i världsekonomin och att börserna är högt värderade har vi varit tydliga med. I det mest negativa scenariot, där vi får en tvärnit i ekonomin som varken penning- eller finanspolitik klarar av att hantera, skulle det efterföljande börsfallet sannolikt bli stort. Den som anser att den potentiella avkastningen framöver inte är värd risken, kan välja att placera majoriteten av kapitalet utanför börserna. Detta passar även den som har en kortare sparhorisont och bara vill ta risk med en liten del av portföljen. En fördelning på cirka 20/80 i aktier och obligationer är en utgångspunkt. Nackdelen är uppenbar – om börserna fortsätter att stiga kommer den här portföljen att ge låg avkastning, och hur tufft det är att stå på sidlinjen och ”förlora” pengar på att inte vara med ska inte underskattas. Skulle scenariot med en tvärnit i ekonomin bli verklighet är dock en hög andel obligationer i portföljen en skön krockkudde. Den kan dessutom användas som stridskassa för att köpa aktier i ett läge när allt är som mörkast. ●

Fördelen med långsiktighet är att man i princip kan bortse från var i konjunkturcykeln vi befinner oss, och fokusera på att över tid bör aktier ge en god avkastning även om det svänger längs vägen.

Så bedömer vi potentialen på världens aktiemarknader

När vi bedömer den långsiktiga potentialen på världens aktiemarknader gör vi tre grundläggande antaganden:

1. På lång sikt är det företagets vinsttillväxt som ska styra utvecklingen på aktiemarknaden
2. Värderingsläget påverkar potentialen men ska ses i både absoluta och relativa termer
3. Trender påverkar kursutvecklingen och håller ofta i sig längre än förväntat

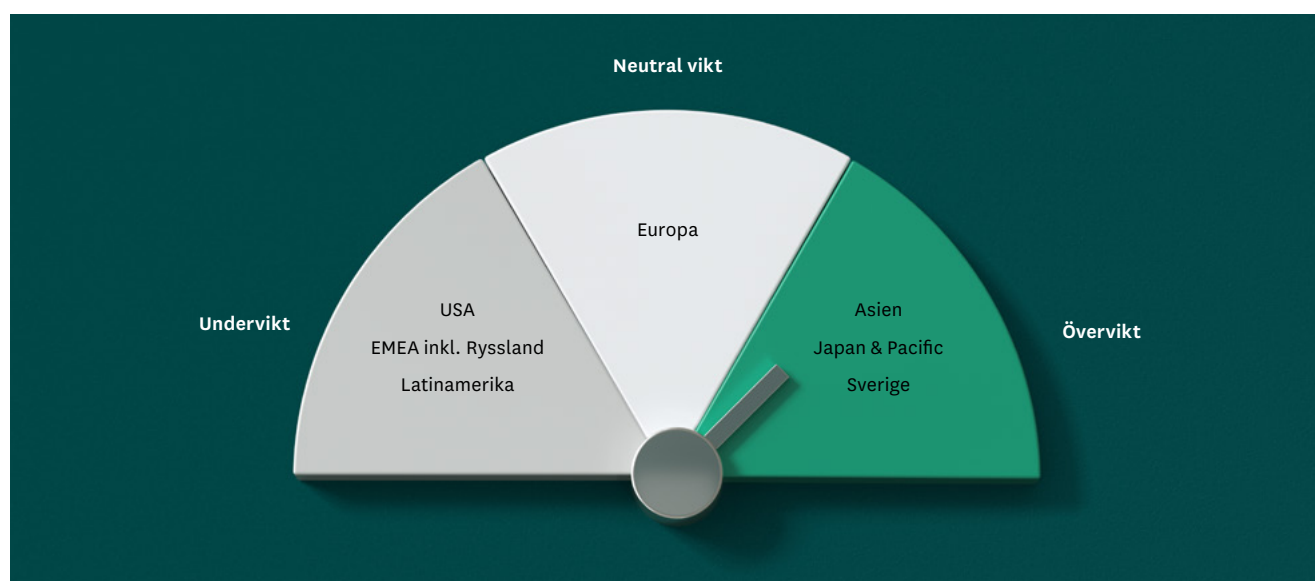
Genom att utgå ifrån dessa tre kvantitativa faktorer – vinsttillväxt, värderingar och trend – kan vi få en bra uppfattning om den framtida potentialen på de olika aktiemarknaderna. Det ger dock inte en helhetsbild – vi behöver också lägga på en kvalitativ bedömning. Dels handlar det om att gå igenom de tre faktorerna ovan var för sig för att se om något sticker ut. Är värderingen motiverad? Är vinsttillväxten uthållig eller finns något som talar för att den ska bli bättre eller sämre? Det handlar även om att fånga upp andra faktorer som påverkar potentialen. Som exempel kan nämnas politiska risker, var i konjunkturcykeln en marknad befinner sig, hur centralbanken

agerar eller nya regleringar med potential att påverka börsutvecklingen.

Vår målsättning är att identifiera vilka marknader som har högst långsiktig potential utifrån rådande förutsättningar. Resultatet är en bedömning av vilka marknader vi anser bör ha över-, under- eller neutral vikt i portföljen. Våra rekommendationer är långsiktiga, men kan komma att förändras kortsiktigt på grund av ändrade förutsättningar vad gäller såväl kvantitativa som kvalitativa faktorer.

Investeringar i aktier bör ha ett tidsperspektiv på minst 5–7 år. Syftet är alltså inte att identifiera vilken börs som kommer gå bäst närmaste månaden eller året. ●

Skandias Värdemätare visar vilka marknader Skandia anser bör ha över-, under- och neutral vikt i portföljen i förhållande till marknadens andel av världsindex (MSCI AC World). Bedömningen är en sammanvägning av kvalitativa och kvantitativa faktorer och ger en bild av den långsiktiga potentialen. Investeringar i aktier bör ha ett tidsperspektiv på minst 5–7 år. Syftet är alltså inte att identifiera vilken börs som kommer gå bäst närmaste månaden eller året.





Sverige: En vinnare på global återhämtning – övervikt



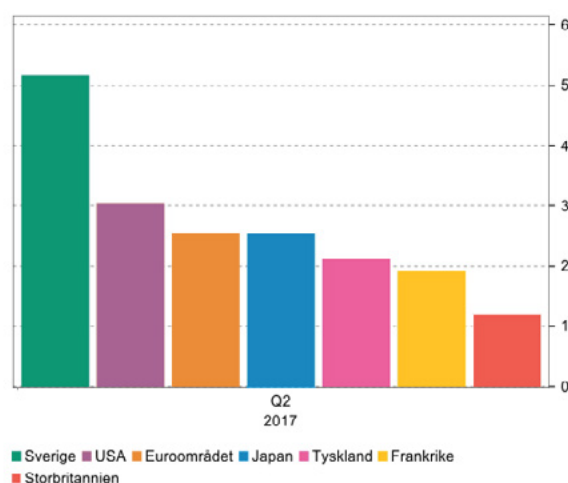
Sverige fortsätter att sticka ut i en internationell jämförelse. Högkonjunkturen har visat sig starkare än de mest optimistiska prognoser, och samtidigt fortsätter Riksbanken att stimulera ekonomin med både minusränta och obligationsköp. Nästa år väntas dessutom stora finanspolitiska stimulanser till följd av stora överskott i statsbudgeten samt att det är valår.

Trots hög tillväxt och expansiv penningpolitik har den svenska börsen utvecklats trögt sedan halvårsskiftet. Kronan har stärkts kraftigt på kort tid vilket påverkat aktiekurserna negativt för många stora industribolag. Det förklarar en del av börsnedgången. Halvårsrapporterna levde dessutom inte upp till förväntningarna och som lök på laxen har två av börsens största bolag, H&M och Ericsson, utvecklats svagt. Det positiva med att Stockholmsbörsen har underpresterat är att värderingarna sjunkit sedan i våras.

Givet Sveriges stora export- och omvärldsberoende gynnas svenska bolag i allra högsta grad av den ekonomiska återhämtningen som sker i resten av världen. I grunden är vinsttillväxten stark och de negativa effekterna av valutaförstärkningen tillfälliga, och när de har prisats in i aktiekurserna finns potential till fortsatt god kursutveckling. Tack vare lägre värderingar är dessutom priset mer attraktivt än när Stockholmsbörsen toppade i maj. Positivt för börsen på lång sikt är även kombinationen av stimulerande penning- och finanspolitik. Trots den extremt starka tillväxten väntas styrräntan höjas först i mitten av nästa år, men då kommer finanspolitiken av allt att döma vara mycket expansiv. Sammantaget gör detta att vi väljer att ha en övervikt i svenska aktier.

Även om stimulanserna är positiva för investerare har de också medfört risker, framför allt kopplat till lån och bostadsmarknad. Sedan år 2000 har hushållens lån i förhållande till disponibel inkomst (skuldkvot) ökat från 110 till över 180 procent. Majoriteten av de nya lånen utgörs av bolån. Hur hög boränta hushållen tål idag utan att det sätter krokben för konsumtionen och därmed konjunkturen vet vi inte, men det kommer en dag när vi får reda på det, även om den ligger en bit fram i tiden. ●

BNP-tillväxt, valda länder, andra kvartalet 2017
kvartalstakt uppräknat i årstakt, procent



USA: Värderingarna fortsätter avskräcka – undervikt

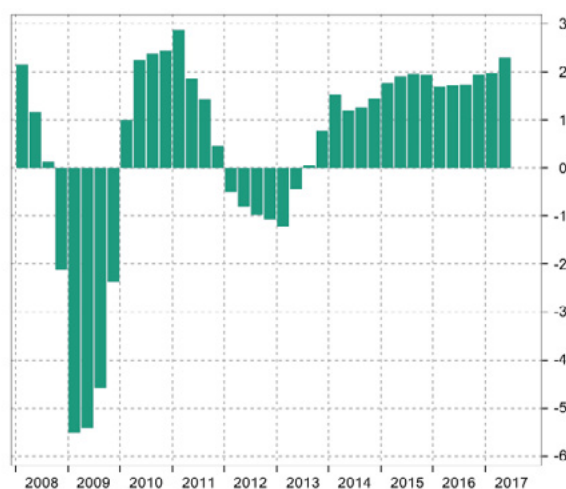
Den amerikanska aktiemarknaden har ofta rankats i det högre skiktet i tidigare utgåvor av Placeringsutsikter. Det har varit motiverat – inte minst mot bakgrund av att ekonomin har gått före andra regioner i konjunkturcykeln. USA-börsen har också varit en av de bättre marknaderna att investera på under de senaste åren. I våras valde vi dock att minska innehavet av amerikanska aktier. Främst på grund av de mycket höga värderingarna, men också till följd av dollarstyrkan. Det var rätt beslut – sedan förra publiceringen av Placeringsutsikter har den amerikanska börsen tappat 4,5 procent i svenska kronor till följd av dollarns försvagning.

Det gäller att komma ihåg att när man investerar i amerikanska aktier, så köper man också indirekt dollar. Och precis som vi vill köpa aktier på låga kurser vill vi också köpa dollar till en låg kurs. I och med sommarens försvagning av dollarn är det därför ett lite bättre tillfälle att investera i USA-fonder nu än i våras, men dollarn är trots det inte att betrakta som billig. Den främsta anledningen till att vi fortsätter att undervikta amerikanska aktier är dock inte valutan utan värderingarna som inte har ändrats sedan i våras. Den amerikanska börsen fortsätter alltså att vara en av de dyraste i världen och avståndet till andra marknader har vidgats påtagligt under de senaste åren. På dessa värderingsnivåer är den förväntade avkastningen på amerikanska aktier låg och inget annat än exemplarisk utveckling för bolagsvinsterna kommer att räcka. Dessutom står Fed i beredskap att minska ytterligare på stimulanserna när balansräkningen ska börja bantas senare i höst samtidigt som det inte går att blunda för att den politiska osäkerheten är förhöjd. ●

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



Euro-området: BNP-tillväxt
Procent, årstakt



I grunden handlar det om samma problem som har skapat oro de senaste åren. Minns den europeiska skuldkrisen, oron kring den bräckliga banksektorn och Brexit.

Europa: Pågående medvind står mot bakomliggande utmaningar – neutral vikt

I våras valde vi att öka innehavet i europeiska aktier. Sedan dess, och även sedan årsskiftet, har Europa-börserna utvecklats bättre än övriga utvecklade länders börser i svenska kronor. Endast tillväxtmarknadsindex har gått bättre. Europa, och i synnerhet euroområdet, är inne i vad som kan beskrivas som ett *synkroniserat flyt*. De politiska riskerna som fanns i början av året i och med de stundande "ödesvalen" i framför allt Frankrike och Nederländerna har bedarrat. Vidare har konjunkturen växlat upp med en tillväxttakt som ser ut att gå mot den bästa på 10 år. Och i bakgrunden fortsätter ECB att stötta ekonomin med nollränta och omfattande obligationsköp. Det enda som stör bilden är att euron har stärkts rejält under året, vilket kan komma att sätta press på företagens konkurrenskraft och marginaler.

Trots den ljusa bilden väljer vi att ha en neutral vikt i europeiska aktier. Börsens pågående momentum kan förvisso mycket väl hålla i sig ett bra tag till, men på lite sikt går det inte att blunda för att Europa har ett antal utmaningar som kan komma att ställa till det för ländernas börser längs vägen. I grunden handlar det om samma problem som har skapat oro de senaste åren. Minns den europeiska skuldkrisen, oron kring den bräckliga banksek-

torn och Brexit. Även om dessa utmaningar känns avlägsna idag och vissa framsteg har skett, så kvarstår ju faktiskt en hel del av de förutsättningar som gav upphov till problemen.

Konjunkturen och statsfinanserna i flera av de sydeuropeiska länderna är i bättre skick nu än för fem år sedan, men den ekonomiska motståndskraften är knappast tillfredsställande. Detsamma gäller för banksektorn som sannolikt skulle få det kämpigt på sina håll om konjunkturen viker. Och gällande det politiska landskapet har förvisso framgångarna för unionsmotståndarna i andra länder kommit på skam i år, men den EU-skeptiska opinionen bör inte underskattas och om några år väntar nya val.

På kort sikt fortsätter vi att vara positiva till Europa. Men den pågående medvinden måste sättas i relation till de utmaningar som finns bakom kulisserna. På lång sikt väljer vi därför en neutral hållning till europeiska aktier. ●



Japan: Ett av få köptillfällen – övervikt

Som vi har pekat på i både denna och tidigare utgåvor av Placeringsutsikter är det ont om bra köplägen på marknaderna. Värderingarna på aktier är höga och räntorna på obligationer är låga. För att ha samma potential till avkastning som tidigare, måste man för det mesta vara beredd att ta högre risk. Det finns dock några få undantag. Den japanska börsen är ett av dem. Värderingarna på aktier började stiga för ungefär sex år sedan. Sedan dess har det globala snittet ökat 60 procent och räknar vi bort USA har värderingarna ändå ökat med 50 procent¹. I Japan är uppgången lägre än 20 procent. Även om tillväxtmarknaderna fortfarande är billigare än Japan i absoluta tal, så är japanska aktier de mest attraktivt prissatta av de sju regionerna i relativa termer.

Japanbörsen i Yen resp. SEK
Procent senaste fem åren i SEK resp. Yen



¹ Avser den procentuella förändringen på 12 månaders framåtblickande p/e-tal. Källa MSCI



De senaste signalerna från den japanska ekonomin pekar på en pågående förbättring. Tillväxten har ökat och förtroendet bland såväl hushåll som företag har stärkts. Kombinationen av tidigare försvagning av yenen och stärkt efterfrågan i omvärlden har även gett skjuts åt exporten och produktionen inom industrin. Just valutan är en vanlig invändning mot att investera i Japanfonder. Problemet är som bekant att en försvagning av yenen påverkar börsutvecklingen positivt samtidigt som det drabbar avkastningen i svenska kronor negativt. Det kan därför verka som ett nollsummespel – det man vinner på börsen förlorar man på valutan eller tvärtom. Under kortare perioder kan det absolut stämma men om vi ser till den långsiktiga avkastningen är det den faktiska börsutvecklingen som är viktigast. Under de senaste fem åren har Japan-börsen gått upp med nästan 140 procent – en makalös siffra – som delvis beror på att yenen har försvagats under perioden. Men i svenska kronor är avkastningen nästan 110 procent – också en otroligt bra siffra som övertrumfar avkastningen på ett världsindex i svenska kronor. Så även om en yenförsvagning påverkar avkastningen negativt, så är det sannolikt att föredra till följd av den positiva effekt det har på börsutvecklingen.

Valutan har dessutom en positiv biverkning. För under perioder när oron på de globala marknaderna ökar, och börskurserna faller, brukar japanska yen ses som en ”trygg hamn”, vilket stärker yenen. Det kan mildra nedgångar och skydda värdet på Japanfonder om vi drabbas av en större börsnedgång. ●



Asien:

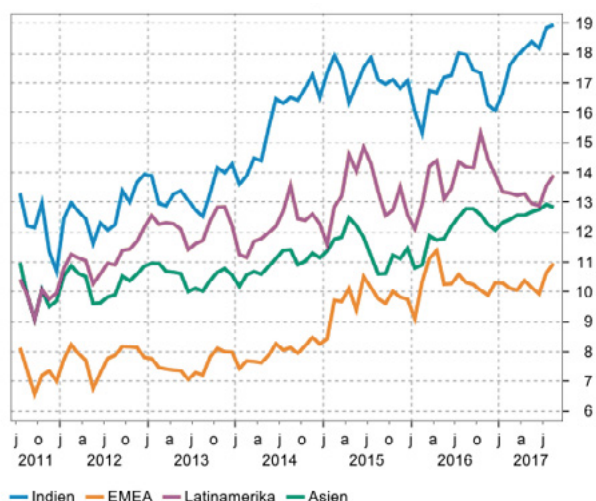
Högre potential på lång än kort sikt – övervikt

Långsiktigt är Asien den tillväxtmarknad vi bedömer har högst potential. Tillväxten är hög och den politiska oberäkneligheten är lägre än i Latinamerika och EMEA. Även råvaruberoendet är mindre och medan en nedgång i oljepriset riskerar att få negativa konsekvenser för de andra tillväxtmarknaderna skulle det snarast vara positivt för Asien. Trots detta är värderingarna attraktiva. Den enskilt mest positiva faktorn för Asien i det korta perspektivet är dock den bibehållna styrkan i den kinesiska konjunkturen. Tillväxtsiffrorna har överraskat på uppsidan och regeringen ser än så länge ut att hantera omställningen av ekonomin utan att knäcka tillväxten. Kortsiktigt finns det dock frågetecken. Den kinesiska börsen har stigit med över 40 procent sedan årsskiftet och det beror till stor del på att aktiekurserna rusat i stora IT-bolag som Tencent och Alibaba där PE-talen nu klättrat upp emot 50. Kortsiktigt begränsar det potentialen och det reser även frågan om det är en kinesisk IT-bubbla vi ser framför oss.

Ett asiatiskt land vars potential sticker ut är Indien. Premiärminister Narendra Modi fortsätter på inslagen reformväg för att lyfta tillväxten med förenklade skattesystem, hårdare tag mot korruption och stora investeringar i samhälle och infrastruktur. Tillväxten i år väntas landa runt 7 procent och med över 1,3 miljarder invånare finns en enorm potential i växande välstånd. Potentialen i Indien har dock inte passerat obemärkt, och stora kapitalinflöden har fått värderingarna på den indiska börsen att stiga till de högsta nivåerna sedan 2007. Jämfört med andra tillväxtmarknader är Indien dyrt, och för den som önskar öka exponeringen mot landet är det vettigt att sprida ut köpen under en längre tid med förhoppning om att värderingarna vid någon tidpunkt är mer lockande.

Långsiktigt ser vi högst potential i regionen av alla tillväxtmarknader, men kortsiktigt finns anledning att avvakta med större investeringar i Asien på grund av kursuppgången i den kinesiska IT-sektorn och de höga värderingarna av indiska bolag. ●

Aktiemarknadsvärderingar, tillväxtländer
12 mån framåtblickande p/e-tal, MSCI-index



Latinamerika: De grundläggande problemen består – undervikt

Medan världens börser har stigit sedan 2009 rörde sig Latinamerika länge sidledes. Först i mitten av 2016 påbörjades en kraftigare börsuppgång, men i våras pekade vi på att de lågt hängande frukterna redan var plockade och att risken i regionen var hög. Att så är fallet fick vi svart på vitt när den brasilianska presidenten Michel Temer drogs in i en pågående korruptionsskandal och såväl börs som valuta föll fritt.

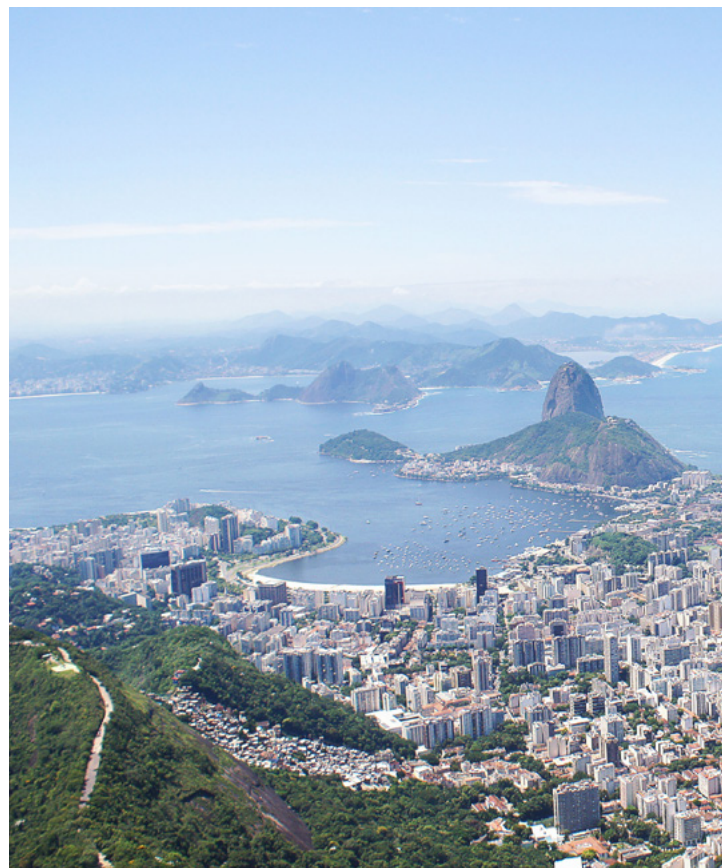
Med 60 procent av vikten i Latinamerikanska börsindex är Brasilien det land som betyder mest för regionens avkastning. Landet är inne i en återhämtningsfas vad gäller såväl ekonomi som företagsvinster, och gynnas dessutom av den svaga dollarn som är positiv för landets dollarskulder. Oljepriset har parkerat på en högre nivå och inflationen är på

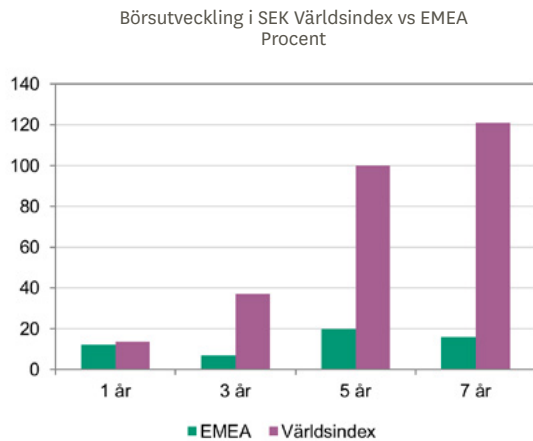
väg ner vilket även banat väg för lättare penningpolitik. De grundläggande problemen består dock. Korruptionen är utbredd och statsbudgeten ansträngd samtidigt som behovet av reformer och investeringar är enormt. Att den politiska osäkerheten återigen ökat riskerar att leda till att det dröjer innan problemen adresseras på allvar.

Regionens andra tungviktare är Mexiko. En stor del av exporten går till USA och landet är ett av de som påverkats mest av att Donald Trump valts till president. Efter valet föll börsen med över 10 procent efter hot om murar och upprivna handelsavtal. Sedan dess har den initiala oron lättat och börsen stigit med drygt 10 procent i lokal valuta sedan årsskiftet. Övriga länder i regionen bjuder på både hopp (Peru, Colombia) och förtvivlan (Venezuela), men de väger lätt i de latinamerikanska index där de ens ingår, och har liten inverkan på totalavkastningen.

Vi anser att värderingarna i Latinamerika är något höga i förhållande till risken, och om potentialen varaktigt ska förbättras behövs omfattande reformer och mer politisk stabilitet. Under tiden kan både upp- och nedgångar på börserna fortsätta att vara stora och snabba. I valet mellan olika tillväxtmarknader föredrar vi Asien som både erbjuder högre tillväxt och bättre ekonomiska och politiska förutsättningar. ●

Brasilienbörsen vs. Världsindex
Procent, rullande 5 år, svenska kronor





EMEA: Komplex riskbild – undervikt

Vi behåller en undervikt i aktieregionen EMEA, som innefattar länderna i Östeuropa, Mellanöstern och Afrika. Till skillnad från de andra regionerna där det är bedömningen av avkastningspotentialen som står i fokus, väljer vi i fallet EMEA att titta särskilt på riskbilden som är allt annat än lockande. Ryssland är fortfarande föremål för internationella sanktioner och relationen med väst har fortsatt att försämrats i år. Och även om konjunkturen har kommit på fötter igen efter den segdragna recessionen så räcker inte det för att kompensera för den höga politiska risken. Ett annat problematiskt land är Turkiet där fjolårets misslyckade statskupp och den allt mer auktoritära utvecklingen i landet är skäl till oro. I regionens största land, Sydafrika, är samtidigt de makroekonomiska utmaningarna betydande. Tillväxten har saktat in till strax över nollstrecket och någon ljusning är svår att se. Bankernas utlåning minskar och förtroendet inom näringslivet är det lägsta sedan 1980-talet.

Värderingarna i EMEA är låga i absoluta tal, även om de är något dyrare än historiskt i relativa termer. Låga värderingar har dock inte gett något stöd till börserna hittills. Tvärtom är EMEA en av de aktieregioner som har gett sämst avkastning både det senaste året och på längre sikt. De stora riskerna och den svaga konjunkturen är viktiga förklaringar till den svaga avkastningen. Samtidigt är det på den här typen av marknader som rekylerna både kan vara snabba och kraftiga. Lättad riskbild, snabbt stigande råvarupriser eller sund politisk handlingskraft är exempel på faktorer som kan leda till stora uppgångar på kort tid. Det är en spännande option att ha i portföljen. Som sparare behöver man dock ta ställning till om man är beredd att ta den stora risk, som en investering i EMEA innebär, för att få tillgång till den optionen. ●



Vi anser att värderingarna i Latinamerika är något höga i förhållande till risken, och om potentialen varaktigt ska förbättras behövs omfattande reformer och mer politisk stabilitet.

Allt mindre betalt för att ta hög risk

Samtidigt som den globala konjunkturbilden ser allt bättre ut fortsätter inflationen att ge marknaden huvudbry. Efter att ha närmat sig 2 procent under våren i både Sverige, Europa och USA har den fallit tillbaka i USA och stabiliserats i Sverige och Europa vilket ökar osäkerheten kring hur och när centralbankerna ska agera. I kombination med ökad politisk osäkerhet har detta fått ränteuppgången från början av året att komma på skam.

De pågående massiva stödköpen av obligationer har, förutom att bidra till att pressa ner marknadsräntorna, även fått en annan effekt som blivit allt tydligare det senaste året. På grund av att centralbankerna hela tiden dammsuger marknaden på obligationer med god kreditvärdighet och dessutom måste uppnå en viss volym varje månad, köper de obligationer oavsett vad de kostar. Eftersom resten av investerarkollektivet är hänvisat till ränteplaceringar med högre risk har priserna stigit även på företagsobligationer av alla de slag. Att europeiska bolag med låg kreditvärdighet lånar pengar till nästan samma ränta som den amerikanska staten är knappast en önskvärd situation, men i allra högsta grad en verklig sådan. Som vi har konstaterat tidigare har förhållandet mellan risk och avkastning blivit alltmer skevt och ingenstans är det så tydligt som på räntemarknaden.

Korta eller långa räntor?

Låt oss titta på hur räntenivåerna ser ut i vanliga penningmarknads- och obligationsfonder. En svensk penningmarknadsfond som endast investerar i statspapper har idag en genomsnittlig räntenivå på -0,5 procent. Dessutom finns en förvaltningsavgift som ytterligare sänker den potentiella avkastningen. Det förklarar varför de flesta penningmarknadsfonder inte ger någon avkastning att tala om. De fonder som klarar av att leverera en svagt positiv avkastning gör det genom att även investera i bostadsobligationer och

företagskrediter som har högre risk och ger en lite högre ränta. I händelse av en chock i form av lågkonjunktur eller ett kraftigt prisfall på bostadsmarknaden, kommer korträntefonder med högre risk att påverkas negativt.

En genomsnittlig svensk obligationsfond investerar ofta i både stats- och bostadsobligationer. Här ligger räntenivåerna i många fall mellan 0–0,25 procent. Det är något högre än penningmarknadsfonder, men då ska man ha i åtanke att vid en ränteuppgång kommer obligationsfonden att gå betydligt sämre. Som tumregel kan man säga att en obligationsfond med en genomsnittlig löptid på 5 år, tappar 5 procent i värde om räntan stiger 1 procent. När marknadsräntorna var högre fanns möjlighet att vid en lågkonjunktur eller kris då räntorna sjunker, få en god avkastning på obligationsfonder. De fungerade som en stötdämpare när aktier gick dåligt. Eftersom vi bedömer att räntorna idag är nära botten är den uppsidan mindre än den varit historiskt, däremot finns en betydande nedsida om räntorna stiger.

Det är svårt att kalla korta räntor ”köpvärda”, men det lilla skydd långa räntor erbjuder är för dåligt för att motivera den betydligt högre ränterisken. Vår bedömning är att bästa valet av stötdämpare i portföljen fortfarande är korta räntefonder trots den låga avkastningen. I händelse av en börsnedgång kan detta kapital även ses



som en stridskassa att använda för att köpa aktier. Genom att välja en korträntefond med något högre risk som även placerar i bostads- och företagsobligationer, går det att få en liten positiv avkastning på det investerade kapitalet. All avkastning har dock ett pris i form av högre risk, och man ska komma ihåg att dessa fonder inte är helt riskfria. Ett sparkonto med insättningsgaranti är ett annat alternativ.

Företagsobligationsfonder

Den marknad där det är tydligast att förhållandet mellan risk och avkastning är skevt är företagsobligationsmarknaden. Spreaden, det vill säga ränteskillnaden mot statsobligationer, har minskat till nivåer som bara skådats strax före finanskrisen. De krympande spreadarna har gjort att fonderna gett god avkastning i år, men också att de nu precis som börsen är dyra. En europeisk investment grade-fond har en genom-



snittlig räntenivå på runt 0,5 procent medan en europeisk high yield-fond ger cirka 2,5 procent.

I amerikanska företagsobligationsfonder är räntenivåerna högre. Det beror dels på att det generella ränteläget är högre i USA och att durationen i fonderna är längre än i europeiska. Den längre durationen kan dock bli besvärlig om Feds penningpolitiska åtstramning drar upp ränteläget. På grund av högre ränteläge och något högre risk ger amerikanska fonder därför en högre avkastning än europeiska. En amerikansk investment grade-fond har en räntenivå på drygt 3 procent och en high yield-fond knappt 6 procent. På grund av växlingseffekter kan en svensk sparare förvänta sig någon procent mindre än så.

Den som följt våra råd i de två senaste numren av Placeringsutsikter har redan spetsat räntedelen av portföljen med både europeiska och amerikanska high yield-fonder. Med utgångspunkt i det gynnsamma konjunkturläget anser vi att de båda fortfarande platsar i portföljen, men det är inget lysande köpläge och kompensationen man får för den risk man faktiskt tar är låg. Den som har pengar på sidlinjen samt tid och tålamod, kan invänta ett bättre köptillfälle. Skulle vi exempelvis få en börsrekyt till

följd av de minskade stimulanserna i höst skulle det även påverka high yield-fonderna och kunna göra dem mer attraktivt prissatta. Vi fortsätter alltså rekommendera en kombination av låg risk i form av penningmarknadsfonder, och hög risk i form av high yield-fonder. Korträntefonderna är en stötdämpare och kan användas som stridskassa för att köpa aktier om börsen går ner. High yield-fonderna spetsar räntedelen av portföljen och möjliggör en lite högre totalavkastning till priset av högre risk. ●

I amerikanska företagsobligationsfonder är räntenivåerna högre.

Amerikansk statsobligationsränta och europeisk high yield
Procent

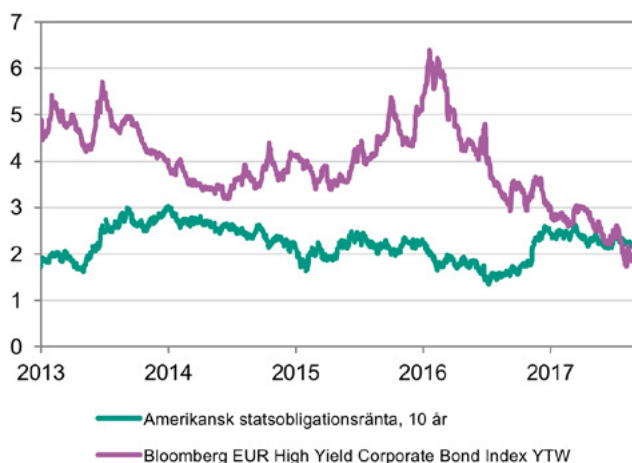


Foto och renderingar

Klara G / Söderberg Agentur: Sid 10–11

Elias Klingén / Söderberg Agentur: Omslag, sid 7, 13, 15, 17, 19, 23 och 26

Viktor Gårdsäter: Insida omslag, sid 5 och 6

Evan El-Amin / Shutterstock.com: Sid 1 och 16

Marie Linner / Shutterstock.com: Sid 18

Cdrw / Shutterstock.com: Sid 22

NASA: Sid 5

Design

Essen International

Tryck

Ineko & Brand Factory

