

# *Efter en stark start på året – är faran över nu?*

2019 har börjat urstarkt på världens aktiemarknader med kraftiga uppgångar på de flesta håll. Utvecklingen var något lugnare under februari men innebar ändå återigen tydliga uppgångar. Stockholmsbörsen steg med 4 procent vilket motsvarar ungefär hälften av uppgången under januari. Även globalt steg index med knappt 5 procent, vilket också det motsvarar ungefär hälften av januariuppgången mätt i svenska kronor. Företagsobligationer steg i värde till följd av att kreditspreadarna fortsatte ned något. Även ett obligationsindex steg marginellt under månaden

## *Värderingsstöd och konjunkturutveckling*

De kraftiga fallen på världens börser under det sista kvartalet 2018 gjorde att värderingen på aktiemarknaden på flera håll gick från hög till neutral, samtidigt som räntenivån får betraktas som fortsatt mycket låg. Detta innebar en tydlig fördel för aktier från ett relativvärderingsperspektiv. Två månader (och mellan 10 och 15 procent) senare är värderingen på aktiemarknaden återigen något hög medan räntenivån är fortsatt låg. Relativvärderingen talar visserligen till fördel för aktier, men den fördelen är mindre än vid årsskiftet och för att vara en relevant utgångspunkt vilar antagandet på en mer fördelaktig konjunkturutveckling (eller åtminstone inte en försämring).

Signalerna från den underliggande konjunkturen är dock fortsatt långt ifrån entydigt positiva. Varken den amerikanska, europeiska eller asiatiska konjunkturen befinner sig i en accelerationsfas utan samtliga är inne i mer eller mindre tydliga avmattningsfaser. Den amerikanska ekonomin var en av de starkare under föregående år, vilket förstärktes av det finanspolitiska lätttnadspaketet. De positiva effekterna av skattelättnaderna nådde dock sin kulmen under slutet av 2018 och kommer successivt att klinga av under 2019. Den europeiska ekonomin å andra sidan, uppvisade redan tidigt under 2018 tendenser till avmattning.

Ledande indikatorer har också de indikerat en relativ motståndskraft hos den amerikanska ekonomin till de i övrigt allmänna avmattningstendenserna. Denna typ av divergens brukar sällan bestå under längre perioder och en konvergens kan ske antingen genom att de svagare regionerna stabiliseras och förbättras eller genom att den starkare regionen försvagas. Då ledande indikatorer nu pekar nedåt för samtliga av dessa regioner ser vi tecken på att den ekonomiska utvecklingen konvergerar genom att den starka regionen, USA, försvagas. Generellt tyder dessa indikatorer på att den globala konjunkturen kommer fortsätta att mattas av under kommande månader, vilket sannolikt innebär att den ekonomiska statistiken fortsätter att successivt försvagas under våren.

Vår utgångspunkt har varit, och är fortsatt, att vi befinner oss i en avmattningsperiod snarare än att vi går mot ett recessionsscenario. Samtidigt är konjunkturen alltid mer känslig för störningar utifrån, exogena chocker, då den är inne i en avmattningsfas vilket gör att sårbarheten och risken på intet sätt kan betraktas som försumbar. För att kunna utesluta ett recessionsscenario behöver vi se tecken på att ledande indikatorer stabiliseras och vänder uppåt, där är vi dock inte än.

Det faktum att centralbankerna nu tagit ett tydligt steg tillbaka och indikerat att ytterligare åtstramning inte är aktuellt i närtid är en faktor som minskat riskerna för konjunkturen. Detta i kombination med det nedtryckta investerarahumöret, sentimentet, kring årsskiftet är den viktigaste förklaringen till den mycket starka starten på 2019.

## Vad ligger i priset?

Vad innebär då den starka utvecklingen på aktiemarknaden hittills i år? Är den ett tecken på att det var en överdriven oro för konjunkturen under slutet av 2018 och att konjunkturen nu vänder upp igen? Om vi blickar tillbaka har vi sedan finanskrisen haft två perioder med tydliga korrektioner på aktiemarknaden; 2011 och 2015/16. Vid en jämförelse kan vi konstatera att aktiemarknaden kring årsskiftet prisade in snarlika scenarion som under 2011 och 2015/16. Den efterföljande uppgången på aktiemarknaden i år kan således tolkas som att investerare utgår från att den konjunkturella svagheten kommer att stanna vid en avmattning och att en stabilisering är att vänta. Ur detta perspektiv verkar handelskonflikten mellan Kina och USA samt Brexit, som tidigare oroat investerare vara riskfaktorer som nu, rätt eller fel, är avskrivna.

Aktiemarknaderna har genomgått en korrektion med fallande värderingar. Huruvida detta stannar vid en korrektion eller om det är början på ett mer negativt scenario är beroende av hur konjunkturen utvecklas och hur centralbankerna agerar. Mycket talar för att 2019, i likhet med 2018, kommer att karaktäriseras av hög volatilitet. Om ledande indikatorer stabiliseras och vänder upp kan en mer varaktig uppgång på aktiemarknaderna förverkligas. Om ledande indikatorer däremot fortsätter att försvagas så riskerar vi dock att gå mot ett recessionsscenario tidigare än väntat, med kraftiga börsfall som följd.

Oavsett vilket scenario som blir verklighet så kan den uppgång vi sett hittills under 2019 fortsätta ytterligare en tid. Som vi skrev i vårt marknadsbrev för två månader sedan;

*”Det negativa sentimentet skapar visserligen förutsättningar för en studs på aktiemarknaden som mycket väl kan vara både kraftig och pågå under ett par månader, men för en mer varaktig uppgång krävs en stabilisering och vändning av ledande indikatorer och/eller en paus i normaliseringen av penningpolitiken.”*

Vi har visserligen fått en paus i normaliseringen av penningpolitiken, men då ledande indikatorer fortsätter peka på ytterligare försvagning av konjunkturen är frågan om det är tillräckligt för en varaktig uppgång på aktiemarknaden.

Vårt huvudscenario är som sagt att vi befinner oss i en tillfällig konjunkturavmattning och att den globala tillväxten åter kan ta fart. Men i väntan på en tydlig vändning i ledande indikatorer är fortsatt slagiga finansiella marknader sannolikt att vänta. Så trots att vår utgångspunkt är att de mest negativa scenarierna undviks, väljer vi i enlighet med vår process att avvakta med att agera tills visibiliteten är bättre.

Stockholm 8 mars 2019

**Jamal Abida Norling**, Chief Investment Officer hos Öhman Fonder



## VIKTIG INFORMATION

Denna marknadskommentar har framställts av E. Öhman J:or Fonder AB, ett svenskt fondbolag som står under Finansinspektionens tillsyn samt av Öhman Bank S.A, en bank som står under tillsyn av Commission de Surveillance du Secteur Financier i Luxemburg (tillsammans "Öhman"). Kommentaren har upprättats som en tjänst för Öhmans kunder och potentiella kunder och den får inte vidareändas eller kopieras, helt eller delvis, till någon mottagare utan Öhmans skriftliga godkännande. Kommentaren får speciellt inte skickas till eller göras tillgänglig, och den är inte avsedd att vara tillgänglig, för någon person eller något företag hemmahörande i ett land där publicering eller tillgängliggörandet är förbjuden enligt lag eller föreskrift eller på något annat sätt begränsad. Kommentaren är inte en investeringsanalys eller investeringsrekommendation enligt definitionerna för detta i tillämplig lagstiftning och den har inte upprättats i enlighet med tillämpliga regler som syftar till att säkerställa investeringsanalytikens oberoende. Varken marknadskommentaren eller dess innehåll ska uppfattas som ett erbjudande, uppmaning eller rekommendation att göra en investering i något finansiellt instrument. Öhman tar inte ansvar för någon användning av informationen i denna marknadskommentar som investeringsunderlag eller för andra ändamål. Skäligen ansträngningar har gjorts för att säkerställa riktigheten av informationen i denna marknadskommentar, men det kan aldrig uteslutas att den baseras på oreviderade eller icke verifierade siffror och källor. Öhman lämnar därför inga garantier avseende innehållets riktighet eller fullständighet. Fullständig information om Öhmans tjänster och fonder kan erhållas gratis från Öhman.

## Kontaktinformation till avsändaren av denna marknadskommentar

E. Öhman J:or Fonder AB  
Box 7837, 103 98 Stockholm  
+46 20-52 53 00  
556050-3020  
[www.ohman.se](http://www.ohman.se)

Öhman Bank S.A.  
P.O. Box 583, L-2019 Luxembourg  
+352 26 73 731  
B112.033  
[www.ohman.lu](http://www.ohman.lu)