

Hur ser vi på aktier, räntor och konjunktur inför 2019?

26.11.2018



Det är exceptionella tider i den globala ekonomin. USA rullar i täten på konjunkturcykeln och återhämtningen efter senaste recessionen har pågått i tio år. Normalt brukar vi tala om konjunkturcykler med en livslängd av fem år. Även den svenska ekonomin har lyft med viss emfas under senaste decenniet och finsk ekonomi är i tydlig återhämtning. Hur länge kan det ekonomiska uppsvinget pågå och vad ser vi för implikationer för aktie- och räntemarknaden?

Såväl aktie- som räntemarknaden söker med ljus och lykta efter signaler på att rådande konjunkturuppgång ska kulminera. Hur ekonomin är positionerad i konjunkturförloppet har stor betydelse för prissättningen av respektive tillgångsslag. Exempelvis blir aktiemarknaden alltmer obenägen att tillåta höga vinstmultiplar ju närmare en konjunkturtopp marknaden förväntas vara. Skälet till detta är att bolagens vinstutveckling mattas av, eller till och med faller, i samband med att efterfrågan viker. Innebörden är att aktiemarknaden, även vid stillastående aktiekurser, i en vikande konjunktur med fallande vinster, blir dyrare i termer av P/E-tal (pris per aktie i förhållande till vinsten per aktie). Det motsatta gäller i en stigande konjunktur då värderingsmultiplar ofta tillåts att rusa i förväg och diskontera en starkare efterfrågan. En marknad, eller en enskild aktie, som vid en första anblick upplevs som dyr, växer över tiden i värderingen i takt med att vinstutvecklingen

springer ikapp aktiekursen.
Ur detta perspektiv, låt oss fundera lite närmare på hur anatomin av en normal konjunkturcykel brukar se ut. Om marknaden söker efter signaler på avmattning och en kulminerande ekonomisk utveckling, vilka tecken ska vi hålla utsikt efter? Hur oroliga ska vi vara?

Små och känsliga

Våra nordiska ekonomier är i ett globalt perspektiv att betrakta som förhållandevis små och öppna och därför känsliga för förändringar i den internationella ekonomiska miljön. Oftast viker exporttillväxten ner några kvartal före vändpunkten i BNP. Till en början anpassar företagen sig till den svagare efterfrågan genom att anpassa produktionen med befintliga resurser. Bolagen drar till exempel ned på övertidsarbete och extraanställda istället för att avskeda. Samtidigt görs färre investeringar. Produktiviteten faller och arbetskostnaden per producerad enhet stiger eftersom lönerna är trögrörliga på kort sikt. Till slut måste företagen anpassa sina kostnader till den lägre efterfrågan och efter några kvartal börjar sysselsättningen sjunka. Då börjar även konsumtionen påverkas; de sämre tiderna får folk att hålla hårdare i plånboken.

Fullgången cykel

När arbetslösheten stiger dämpas i sin tur lönekraven, vilket leder till att ökningen i enhetsarbetskostnaden avtar. I förlängningen leder detta till att företagets vinstmarginaler så småningom ökar. När effekterna av den negativa störningen som orsakat lågkonjunkturen ebbar ut återgår så småningom tillväxten till normal trend igen. Företagen svarar på den stigande efterfrågan genom att öka produktion och investeringar, vilket i sin tur leder till att arbetslösheten minskar samtidigt som konsumtionen tar fart igen. Det är dock viktigt att understryka att varje konjunkturcykel är unik och att det därför är svårt, eller till och med omöjligt, att med någon precision pricka toppar och bottnar.

Det gäller snarare att arbeta med sannolikheter för olika scenarion. Konjunkturedgångar, det vill säga tiden då ekonomin går från en topp till en botten, är oftast korta. Det normala tillståndet för ekonomin är därför att vara i en tillväxtfas. Men ofta är det någon av ekonomins byggstenar som inte utvecklas enligt vedertagna mönster och ibland stannar ekonomin ovanligt länge i någon fas av cykeln.



”Konjunkturedgångar, det vill säga tiden då ekonomin går från en topp till en botten, är oftast korta. Det normala tillståndet för ekonomin är därför att vara i en tillväxtfas.”

Saknad pusselbit

Vad som är utmärkande med rådande konjunkturförlopp är att återhämtnings- och uppgångsfasen efter finanskrisen har varit synnerligen utdragen i tiden. Samtidigt är det fortfarande en viktig pusselbit som saknas för att vi ska kunna säga att konjunkturförloppet är fullgånget. Bolagen har varit väldigt återhållna med att investera i ny kapacitet trots att det som brukar kallas företagets kapitalstock, så som maskiner och anläggningar, överlag blivit allt mer ålderstigen. Vi ser dock goda förutsättningar och anekdotiska tecken på att investeringskonjunkturen är på väg att lyfta. Kapacitetsutnyttjandet är ordentligt uppskruvat, bolagens tillförsikt är hög, intjäningen god och balansräkningar är över lag starka samtidigt som räntan är fortsatt låg. Blickar vi över Atlanten ser vi att viljan att investera i ny kapacitet bland USA:s små och medelstora

bolag noterar de högsta nivåerna sedan före finanskrisen.

Styrräntans roll

Under senare tid har strålkastarljuset åter riktats mot centralbankerna och räntehöjningar. Historiska data visar att stigande styrränta ofta har vandrat hand i hand med högre börsvärden. Det har inte varit räntehöjningar som knäckt aktiemarknaden utan konjunkturedgångar. Så länge marknaden tolkar högre styrränta som ett kvitto på en allt starkare konjunktur så har marknaden lättare att absorbera högre räntor. Däremot föregår räntesänkningar ofta konjunkturedgångar och recessioner vilka punkterar aktiemarknaden. Sammantaget räknar vi med att konjunkturen dämpas något under 2019, men efterfrågan ligger fortfarande på höga nivåer i de flesta stora ekonomier. Denna miljö bör vara generellt positivt för aktier och företagsobligationer. Fortsatt stigande räntenivåer innebär dock en tuff utmaning för investeringar i statsobligationer, vars värde eroderas när ränteläget lyfter. Högre räntor bör också bidra till en sektorrotation inom aktiemarknaden från högt värderade tillväxtbolag till mer rimligt värderade kvalitetsbolag. Inte oss emot.

Artikel från Tidningen Å nr 2/2018 (publicerad 26.11.2018)
Text: Niklas Wellfelt / Foto: Viktor Fremling