

Vad tror marknaden?

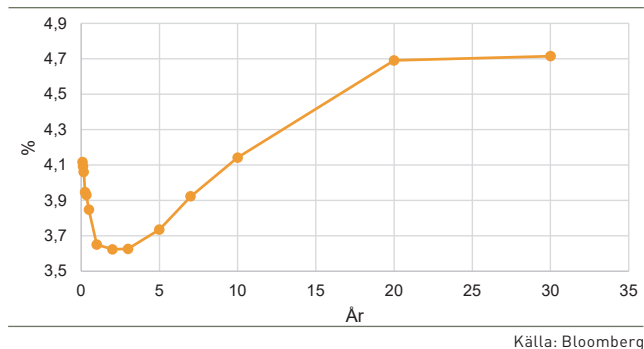
Det är fortsatt hög grad av osäkerhet, snabba vändningar och stor spridning i både makroekonomiska faktorer och prognoser. Det är inte lätt att följa med när narrativet ändras snabbt. Samtidigt är det också stora skillnader i förutsättningar mellan olika marknader och sektorer. Mitt i allt det här ska vi försöka bilda oss en uppfattning kring var vi står och var vi sannolikt är på väg. Det är lätt att få lika många åsikter och narrativ om vart vi är på väg som personer och institutioner man pratar med. Den viktigaste att lyssna på är dock sällan en enskild person utan marknaden som helhet. Hur gör vi det och vad säger marknaden just nu om var vi står i cykeln och vad förväntas framåt?

I aktieförvaltningen är vi fokuserade på enskilda bolag, men vi kan använda ränte- och kreditmarknaden som ekonom för att bilda oss en övergripande bild om tillväxt, inflation och penningpolitik som påverkar bolagen vi investerar i. Sedan kan vi också använda aktiemarknaden som en egen aktiestrateg.

Räntekurvan som ekonom

Det finns många duktiga nationalekonomer, men en man alltid måste lyssna på är marknaden, vilket går att göra via prissättningen av tillgångar. Ett sätt att utvärdera marknadens förväntningar för tillväxt, inflation och penningpolitik är att kolla på räntekurvan, det vill säga prissättningen på statsobligationer med olika löptider. Den amerikanska ekonomin står oftast i fokus och därmed också den amerikanska räntekurvan.

Graf 1 – Amerikanska räntekurvan



Den amerikanska räntekurvan är uppåtsluttande. Genom räntekurvan kan vi få en uppfattning om marknadens förväntningar på tillväxt, inflation och penningpolitik.

Tabell 1 – Förenklad sammanfattning av räntekurvans signaler

Kurvform	Vad marknaden signalerar
Uppåtsluttande	Stabil tillväxt
Brant	Tillväxt + inflation
Platt	Osäkerhet
Inverterad	Väntad recession

Källa: Garantum

Vad visar räntekurvan? Mellan tre månader och två år är kurvan inverterad från cirka 4% ner till 3,65%. En inverterad kurva på korta löptider innebär att marknaden väntar räntesänkningar på över 150 bps (1,5 procentenheter) inom 1–2 år. Det signalerar också att marknaden väntar lägre tillväxt eller mild recession, vilket tvingar Fed att sänka räntan kraftfullt.

Efter fyra år blir kurvan istället brant positiv, då långa räntor ligger kring 4,7% på 20 och 30 år. Den högre räntenivån i längre statsobligationer signalerar att marknaden inte förväntar sig någon långvarig inbromsning eller deflationsscenario. Den neutrala realräntan är relativt hög, vilket kan tolkas som motståndskraftig långsiktig tillväxt eller högre jämviktsnivå för realräntan. Att längre räntor är relativt höga kan också tolkas som att marknaden prisar in en viss inflationsrisk. För att veta om så är fallet behöver vi notera marknadsprissättningen på reala långräntor (TIPS). Real yield för 10-åriga TIPS ligger runt 1,7% i skrivande stund. Den realränta marknaden kräver är hög relativt perioden mellan finanskrisen 2008 och fram till 2021.

Graf 2 – Amerikanska realräntan (10-årig TIPS)



Den högre riskfria realavkastningen innebär att investerare kräver en bra premie för att binda kapital långsiktigt. Med en nominell yield på tio år kring 4% signalerar marknaden att den förväntade inflationen är i linje eller strax över centralbankens mål om 2%

över medellång sikt. Vi får alltså ingen signal från räntemarknaden om att Fed tappar kontroll över prisnivå. Det innebär också att marknaden därmed inte heller förväntar sig någon kollaps i inflationen eller något långvarigt deflationsscenario.

En bättre marknadsekonom

För att göra marknadens nationalekonom mer effektiv kan vi kombinera räntemarknaden med prissättningen på kreditmarknaden för att få en mer nyanserad bild av det ekonomiska läget. Riskpåslaget för att ta kreditrisk mot amerikanska bolag med lägre kreditvärdighet, så kallad High Yield eller skräpobligationer beroende på vilket humör man är på, ligger i skrivande stund på 300 bps (för CDX HY). Det vill säga något under långsiktigt snitt (~350 bps är historiskt median). Det betyder relativt låg oro för kreditförluster och långt ifrån stressnivå (>500 bps) som vi sett i recessioner. Marknaden prisar en inbromsning i tillväxten, men ingen kris. Om CDX HY skulle skjuta upp över 400–450 bps hade det sannolikt ändrat tolkningen till en hårdare inbromsning eller recession.

Tabell 2 – Förväntningar på vinstcykeln från räntekurva och kreditspread

Duration (kurva)	Kreditspread	Tolkning
Långa räntor faller	Spreadar låga	"Goldilocks" – marknaden tror på lägre inflation/räntor men fortsatt stark kreditmiljö.
Långa räntor faller	Spreadar ökar	Klassisk recessionssignal: räntemarknaden prisar in sänkningar och kreditmarknaden oroar sig.
Långa räntor stiger	Spreadar låga	Risk-on, reflation: marknaden prisar tillväxt snarare än stress. Cykliskt uppsving.
Långa räntor stiger	Spreadar ökar	Stagflationssignal: högre räntor men svagare krediter → svårt klimat för risktillgångar.

Källa: Garantum

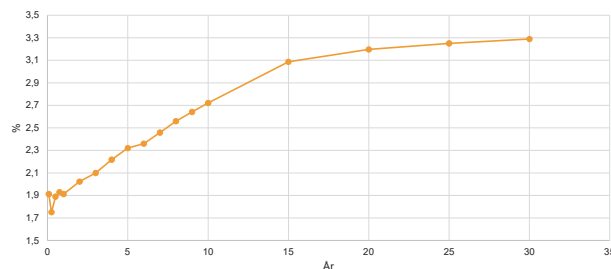
Makrosammanfattning för USA från ränte- och kreditmarknaden:

- **Tillväxt:** långsiktigt positiv, med tydlig inbromsning i närtid, men ingen kris.
- **Inflation:** inte kollapsande – marknaden tror på ~2–2,5% inflation på sikt.
- **Penningpolitik:** kraftiga sänkningar väntas, därefter stabilisering mot en högre jämviktsnivå än under 2010-talet.

Hur ser det ut i Europa och Sverige?

Marknaden som nationalekonom ska också få ge sin bild av Europa och Sverige. Här ser makroinramningen annorlunda ut relativt USA och så även marknadens förväntningar. Som proxy för Europa kollar vi på den tyska räntekurvan. Den tyska räntekurvan är en klassisk positiv kurva, mycket olik den inverterade amerikanska.

Graf 3 – Vad säger den tyska räntekurvan?



Källa: Bloomberg

Till den tyska räntekurvan kan vi addera riskpåslaget för att ta kreditrisk mot europeiska bolag med lägre kreditvärdighet, europeisk High Yield. Här låter vi ITRAXX Xover representera europeisk High Yield med ett kreditpåslag kring 250 bps, en bit under det historiska snittet.

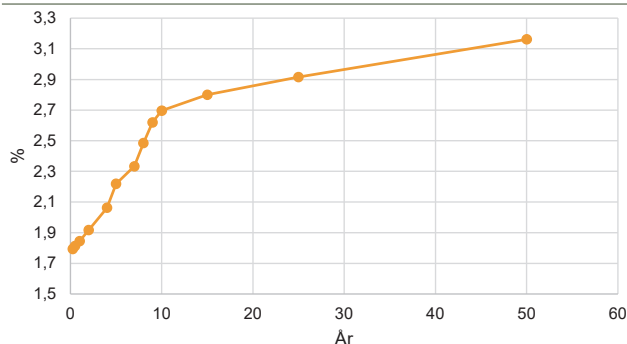
Tabell 3 – Hur tolkas räntekurvan och kreditspreadar för Europa

Komponent	Nivå / Shape	Tolkning
Yieldkurva (tyska statspapper)	Positiv och brant upp till 10Y, platt efter 20Y	Ingen recession i sikte, signalerar stabil tillväxt och normaliserad inflationsnivå.
Lång nominell yield (10Y–30Y)	3,0–3,1%	Pris på långsiktig inflation nära ECB:s mål (=2%)
iTraxx Xover spread	250 bps	Betydligt under stressnivå (>400 bps) → signalerar låg kreditstress, marknaden oroar sig inte för en hård recession.
Policyförväntningar	Räntor kvar på den här nivån	Ingen aggressiv lättnad prisad – ECB behöver inte sänka.

Källa: Bloomberg, Garantum

För de flesta svenska börsnoterade bolag är den tyska och amerikanska räntekurvan betydligt viktigare, men för vissa sektorer som bank, fastigheter och mindre bolag är även den svenska räntekurvan intressant.

Graf 4 – Vad säger den svenska räntekurvan?



Källa: Bloomberg

En uppåtsluttande kurva signalerar återhämtning och normalisering av tillväxt. Långa räntor kring 3% betyder att marknaden tror att

svensk inflation återgår till nära målet om 2% men att osäkerheten kring inflationen framåt ligger något högre än historiskt.

Tabell 4 – Jämförelse av marknadsförväntningar i USA, Tyskland och Sverige

Komponent	USA	Tyskland	Sverige
Yieldkurva	Tydligt inverterad 3M–5Y, brant efter 10Y	Positiv och stabil	Lätt inverterad 3M–3Y, brant efter 5Y
10Y nominell	~4,3%	~3,0%	~2,6%
Realränta (10Y)	~1,7%	~1,0%	~0,6–0,8%
Kreditspread (HY/Xover)	CDX HY = 309 bps (låg oro)	iTraxx Xover = 250 bps (låg oro)	Samma proxy = 250 bps (låg oro)
Förväntningar			
Tillväxtsignal	Inbromsning/ recession risk ↑	Återhämtning	Återhämtning
Inflationsförväntningar (Breakeven / impl.)	2,3–2,5 %	~2,0 %	~2,0 %
Policyförväntan	Aggressiv Fed-pivot → 150–200 bps cuts 12M	ECB håller ligger kvar "higher for longer"	Riksbanken ligger också kvar
Implikation för aktier			
	Mer känslig för inkommande data	Cykliska aktier kan gynnas	Cykliska aktier kan gynnas

Källa: Bloomberg, Garantum

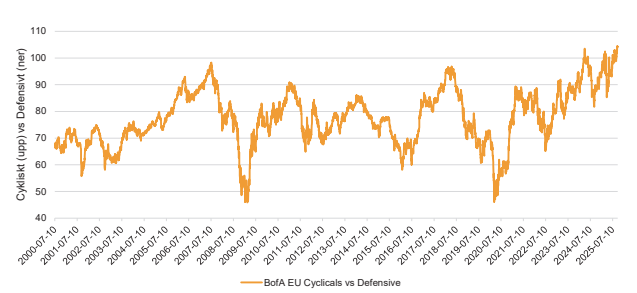
I USA är utsikterna mer osäkra i närtid och börsen blir därmed mer känslig för inkommande data. Marknaden förväntar en inbromsning i tillväxten, men ingen recession i USA. Förväntan är att tillväxten i Sverige och Tyskland ska återhämta sig, men att inflationen ska förbli förankrad kring inflationsmålet. I USA är utsikterna kring inflationen betydligt osäkrare och marknaden förväntar sig en inflation strax över målet. När det gäller penningpolitiken förväntas kraftiga sänkningar i USA medan Europa och Sverige nu är färdiga med räntesänkingscykeln. Uppåtsluttande räntekurvor och låga kreditspreadar talar för cykliska aktier i närtid, men vad säger aktiemarknadens prissättning om det?

Aktiemarknaden som aktiestrateg – var tror aktiemarknaden att vi är i cykeln

Nu när vi använt ränte- och kreditmarknaden som nationalekonom och fått en tydlig uppfattning om marknadens förväntningar på tillväxt, inflation och penningpolitik i olika marknader kan vi börja titta på vad aktiemarknaden säger. Vilka marknader, sektorer, typ av bolag är mest intressanta nu? Aktiemarknaden har handlat upp cykliska bolag under året i linje med fallande kreditpåslag samt brantare räntekurvor under året.

I aktiemarknaden kan vi titta på relativ styrka för att få en uppfattning om vad aktiemarknaden förväntar sig. Ett sätt är att titta på bolag som är känsliga för den ekonomiska utvecklingen, cykliska bolag, jämfört med bolag som inte är lika känsliga, det vill säga defensiva bolag.

Graf 5 – Cykliska bolag jämfört med defensiva – bra indikation om vad aktiemarknaden tänker om cykeln framåt

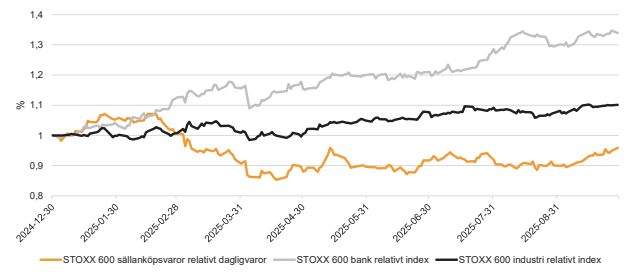


Källa: Bloomberg, Garantum

Cykliska aktier har gått väldigt starkt. När cykliskt börjar leda en uppgång och kreditspreadar faller är vi ofta tidig i en expansion och vi vill sannolikt öka aktierisken. När defensiva bolag går bättre, yieldkurvan inverterar och spreadar vidgar, ökar risken för en recession och vi vill sannolikt minska risken i portföljen.

Vi kan också genom att titta på den relativa utvecklingen på börsen tolka aktiemarknadens syn på konsumenten framåt. Detta kan vi göra genom att jämföra kursutvecklingen för bolag som säljer dyra konsumentvaror med de som säljer billiga konsumentvaror, det vill säga sällanköpsvaror jämfört med dagligvaror.

Graf 6 – Sällanköpsvaror jämfört med dagligvaror – försämrad syn på konsumenten

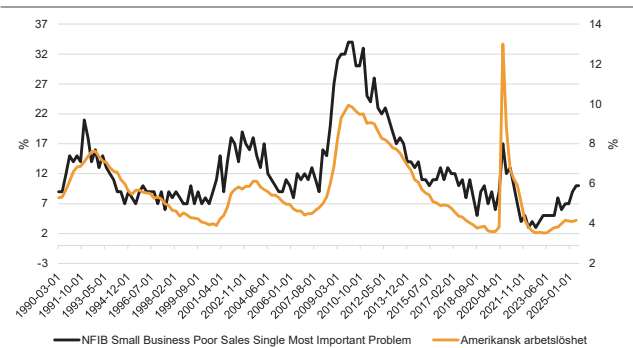


Källa: Bloomberg, Garantum

Precis som med räntekurvor och kreditspreadar måste vi kombinera det med makrodata för att bilda oss en uppfattning. På det sättet kan vi bekräfta marknadens syn.

Cykliska bolag har gått väldigt starkt på börsen samtidigt som det finns en del oro kring den amerikanska inbromsningen. Ett oroväckande exempel är arbetslösheten i USA, som brukar ledas av småföretagares syn på försäljningen. Just nu ser det ut som arbetsmarknaden kommer fortsätta försvagas i det korta perspektivet. Om inbromsningen blir hårdare är det sannolikt mer defensiva aktier vi vill äga i aktiefonderna.

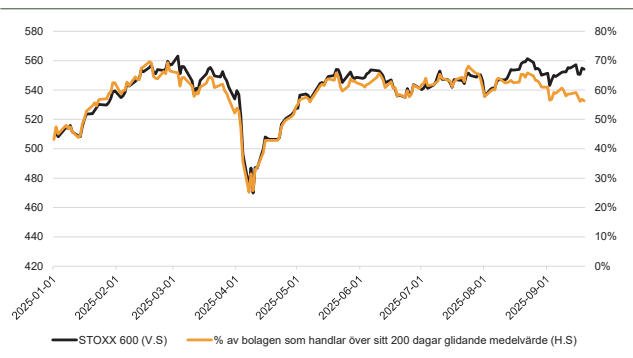
Graf 7 - Amerikansk arbetslöshet och småföretagens försäljning



Källa: Bloomberg

Hur långt kan cykliska bolag gå? Ska vi försöka ligga steget före eller följa med trenden? Det är olika strategier som båda funkar. På kort sikt drivs aktiemarknaden av sentimentet, alltså hur riskvilliga investerare är. Sentimentet drivs dock till stor del av aktiemarknaden. Den nuvarande volatiliteten ger en bra indikation om hur riskvilliga investerare är just nu, men framåt brukar det vara börsbolagens utveckling som styr humöret. För att få en bättre uppfattning om humöret framåt lyfter vi på locket och tittar på hur många av bolagen i index som går upp respektive ner. Om det är en hög andel som går upp brukar investerare tendera att bli mer optimistiska, medan om det är färre och färre bolag som driver uppgången finns det risk att humöret surnar kortsiktigt.

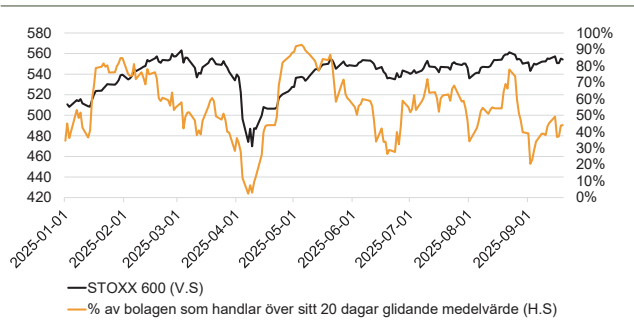
Graf 8 - Andel bolag i STOXX 600 över sitt 200 dagars glidande medelvärde



Källa: Bloomberg, Garantum

I Europa har vi haft en bred uppgång under året där majoriteten av bolagen i index är med och driver index uppåt. För att se vändningar kan en jämförelse med ett kortare medelvärde ge oss en indikator där fokus snarare är på förändringen än nivån.

Graf 9 - Andel bolag i STOXX 600 över sitt 20 dagars glidande medelvärde



Källa: Bloomberg, Garantum

Ovan syns tydligt när investerares humör svänger snabbt. Inget av det ovan kan användas enskilt, utan det viktiga är att triangulera signalerna från räntemarknaden, kreditmarknaden och aktiemarknaden för att bilda oss en uppfattning om hur mycket risk vi vill ta just nu. När alla pekar åt samma håll har vi en stark signal, när de divergerar får vi vänta och se.

Tabell 5 - Signalmatris

Indikator	Positiv (Risk-on)	Neutral	Negativ (Risk-off)
Räntekurva	Brant (Expansion)	Platt	Inverterad (recession)
HY-spreadar	Låga (<400bps)	Mellan	Breda (>600 bps)
Bredd (STOXX 600)	>65% över 200-dagars MA	40-65%	<40%
VIX	<20 (stabilitet)	20-30	>30 (Stress)
Ledande sektorer	Cykliskt presterar bättre	Blandat	Defensivt presterar bättre

Källa: Bloomberg, Garantum

Just nu pekar nästan alla signaler mot att fortsätta ta risk i aktieportföljen, med brant räntekurva, låga kreditspreadar, låg volatilitet och cykliskt ledarskap, men vi ser fallande bredd i uppgången.

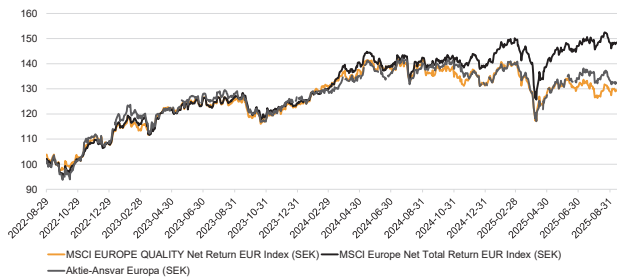
Vad tror vi?

Det är extremt svårt att tajma makro och rotationer i aktiemarknaden, men det är viktigt att förstå vad marknaden förväntar sig då det både påverkar den faktiska ekonomin samt bolagen vi investerar i. Tabellen ovan kan hjälpa lite när vi måste bilda oss en uppfattning i en snabbt föränderlig marknadsinramning.

Det viktigaste för oss är att hitta bolag som kan få kapitalet att växa, både genom kassaflödet bolaget genererar genom befintlig verksamhet

och sunda investeringsbeslut. Förhoppningsvis till en attraktiv värdering. Kvalitetsbolag har inte varit de bästa att äga senaste tiden.

Graf 10 - MSCI Europe jämfört med MSCI Europe Quality och Aktie-Ansvar Europa



Källa: Bloomberg

Just nu är det billigt att köpa kvalitetsbolag jämfört vad som normalt är fallet. Värderingen på kvalitetsbolagen är alltid högre än index som helhet, men just nu är premien lika låg som under början av pandemin men har börjat vända upp igen.

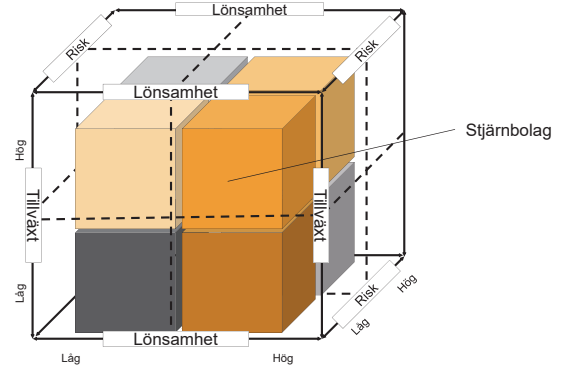
Graf 11 - Kvalitet på 5 års lägsta mot index



Källa: Bloomberg, Garantum

Som grafen ovan visar svänger det fort i marknaden mellan vad som går bra respektive dåligt. Marknadens nationalekonom och aktiestrateg svänger ibland fort i sin syn. I Aktie-Ansvar Europa väljer vi bolag vi anser har hög kvalitet och som marknaden undskattar. Just nu ser det extra attraktivt ut relativt börsen som helhet.

Vad är kvalitet?



Källa: Garantum

Vi har tidigare skrivit flera strategirapporter om hur vi definierar kvalitet. Hög lönsamhet, hög tillväxt och låg risk. [Länk till förra strategirapporten.](#)

Hur kan vi använda marknaden som ekonom och aktiestrateg i vår förvaltning?

Om en sektor blir väldigt billig relativt allt annat är det dålig riskhantering att ha hela portföljen mot en typ av bolag. Här kan vi väga in marknadens förväntningar på var vi är i cykeln för att välja mellan lika attraktiva investeringsmöjligheter i olika sektorer.

Exempel – ska vi köpa ett till läkemedelsbolag i en defensiv sektor där hela sektorn är lågt värderad relativt index eller köpa ett teknikbolag med likande avkastnings- och riskprofil? I förra strategirapporten skrev vi om både stapelvaror, hälsovård och vår då senaste investering i Fuchs, ett cykliskt bolag. Det gäller att hitta en balans mellan hög och låg risk i portföljen. Vi har olika cykler i olika ekonomier, men också i olika sektorer. En sektor vi har stor exponering mot i Aktie-Ansvar Europa är halvledarsektorn som ser ut att vara nära botten av sin cykel. Vår senaste investering i fonden är ett underskattat teknikbolag i halvledarsektorn som heter ASM International.

ASM International

Bolaget har gjort stora investeringar i produktionskapacitet samt forskning och utveckling under de senaste åren. De är väl positionerade i leverantörskedjan för chiptillverkning. ALD-teknik krävs för mer avancerade chip och ASM har 70% marknadsandel inom ALD.

De kan addera material till ett chip med bara en atoms höjd i varje lager. De blir en allt viktigare spelare inom avancerade chip och guidar för en tillväxt på över 12% om året samt på sikt över 30% rörelsemarginal. Det här är ett otroligt fint bolag som haft det lite tuffare i närtid vilket tryckt ner värderingen, men där den långsiktiga potentialen samtidigt stigit kraftigt.

Sammanfattning

Vi tittar både på räntekurvor, kreditspreadar och olika delar på aktiemarknaden tillsammans för att få marknadens syn på cykeln. Marknaden bedömer framtiden som relativt positivt med uppåt-sluttande räntekurvor, låga kreditpåslag, okej bredd i uppgången på aktiemarknaden, låg volatilitet och cykliskt ledarskap. Samtidigt har kvalitet underpresterat och premien för att köpa bättre bolag är låg ur ett historiskt perspektiv. Att tjäna makro och sektorrotationer är extremt svårt då marknadens syn kan svänga snabbt, men att ha en balanserad blandning av både cykliska och defensiva kvalitetsbolag i dagens svårnavigerade investeringsmiljö bedömer vi som den bästa strategin för att generera en attraktiv riskjusterad avkastning åt våra andelsägare över tid.

*Den här strategirapporten publicerades den 2 oktober 2025.
Bryttid för beräkningar och prognoser är per den 29 september 2025.*



ERIC KARLSSON

Eric Karlsson har över 9 års erfarenhet av bolagsvärdering och förvaltar fonderna Aktie-Ansvar Europa, Aktie-Ansvar Sverige och Aktie-Ansvar Total. Eric arbetar som investeringsstrateg och förvaltare på Garantum.

Vill du fördjupa dig ännu mer i Erics syn på marknaden?

Det gör du enklast via hans månadsrapporter samt via Aktie-Ansvars nyhetsbrev.

[Senaste månadsrapporterna >](#)

[Senaste strategirapporterna >](#)