

Positionerad för lågkonjunktur

En recession i USA är allt mer sannolik. Däremot tror många prognosmakare på en mild lågkonjunktur. Även finansmarknaderna verkar tro på en smärre konjunktursvacka. En så kallad "mjuklandning" är en vanlig prognos i såna här lägen, men samtidigt ett relativt ovanligt fenomen när det kommer till faktiska utfall. Den här strategirapporten har två delar. Del ett argumenterar att en lågkonjunktur är sannolik redan 2023. Del två analyserar utvecklingen för amerikanska aktier och obligationer under tidigare recessioner i syfte att dra paralleller till idag. Det går bra att läsa del två utan att ha läst del ett.

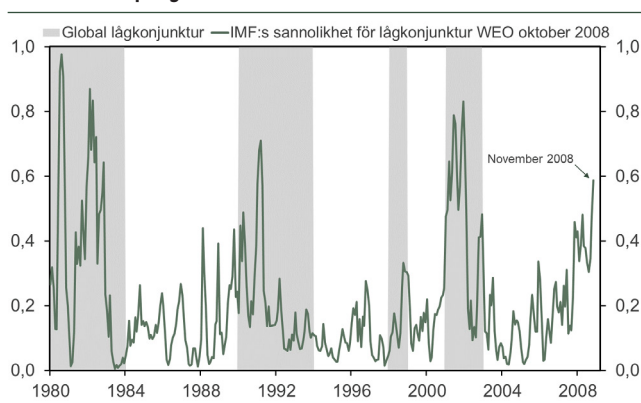
Del ett: Konjunkturspaningar

Avsikten med del ett är att tydliggöra vilka indikatorer som är relevanta för förvaltningen av Aktie-Ansvar Saxxum Aktiv och hur de används. Förvaltarens syn på det ekonomiska läget är tillsammans med marknadsbedömningen en av tre byggstenar i allokeringsprocessen. De andra två är långsiktiga tillgångsprognoser och portföljkonstruktion.

Att förutspå vändpunkter i konjunkturen är svårt

Det är ingen större utmaning att hitta exempel på hur dåliga nationalekonomer har varit på att förutspå lågkonjunkturer. Modellen i diagram 1 publicerades i IMF:s World Economic Outlook i oktober 2008 och är en personlig favorit. Hur kunde IMF, med en hel armé av nationalekonomer, tycka att sannolikheten för lågkonjunktur bara var drygt 50 procent, mer än en månad efter att Lehman Brothers hade gått omkull? Med facit i hand hade ju lågkonjunkturen i USA startat redan tio månader tidigare. Politik, gruppträck, bakåtblickande data, incitament med mera är tänkbara förklaringar. Sen är statistiken oftast tvekydig också.

Ekonomiska prognoser är ofta bakåtblickande

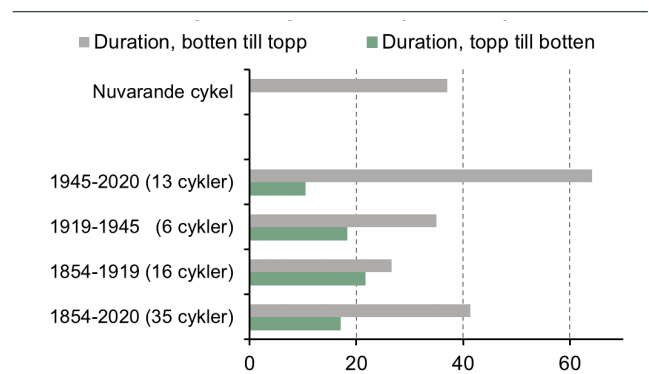


Ibland är till och med definitionen av en recession oklar. Den vanligt förekommande "två kvartal av negativ BNP-tillväxt" är

ganska intetsägende. I USA är det National Bureau of Economic Research, NBER, som daterar konjunkturcyklerna. Kriterierna för en lågkonjunktur är att den ekonomiska aktiviteten ska minska och minskningen ska vara bred, djup och ihållande. Det betyder att alla sektorer i ekonomin ska drabbas på ett sätt som kan anses vara mer än ett "hack i kurvan" och nedgången måste pågå i minst ett par månader. Den senare är en bättre definition.

Sedan Andra världskriget har konjunkturuppgångar i snitt varat i drygt fem år och nedgångar i knappt ett år. Före Andra världskriget var konjunkturcyklerna betydligt kortare – framför allt expansionsfasen. Den genomsnittliga durationen av historiska cykler uppdelat i olika epoker åskådliggörs i diagram 2.

Konjunkturcykler USA (månader)



NBER använder sig av sex månatliga indikatorer och en kvartalsvis indikator i bedömningen av konjunkturen. Den kvartalsvisa indikatorn är ett genomsnitt av BNP och BNI (bruttonationalinkomsten) och är väldigt trögrörlig.¹ De övriga sex är därför mer relevanta. Den årliga tillväxttakten vid starten av de nio senaste lågkonjunkturerna för de månatliga indikatorerna redovisas i tabell 1. Det är så långt tillbaka i tiden som det finns data på alla sex.

¹ Sedan 2021 har diskrepansen mellan BNP och BNI varit osedvanligt stor där BNI har utvecklats betydligt svagare. Kvartalsindikatorn har därför visat på negativ tillväxt under fyra av de senaste 5 kvartalerna

Årlig tillväxttak för NBER:s indikatorer vid konjunkturtoppar

	Reala inkomster	Real konsumtion	Sysselsättning (företagsenkäten)	Sysselsättning (hushållsenkäten)	Real grossist- och detaljhandel	Industriproduktion
april 1960	3,3%	5,8%	2,8%	1,8%	2,1%	1,5%
december 1969	3,9%	3,0%	2,9%	2,6%	2,0%	1,8%
november 1973	3,4%	2,2%	3,9%	4,0%	5,7%	6,4%
januari 1980	0,5%	2,2%	2,2%	2,0%	0,6%	0,8%
juli 1981	4,6%	2,1%	2,0%	1,9%	3,7%	6,5%
juli 1990	2,4%	2,6%	1,6%	1,1%	2,7%	2,5%
mars 2001	3,6%	2,5%	0,9%	0,8%	-0,9%	-1,1%
december 2007	1,1%	1,6%	0,8%	0,2%	0,7%	2,1%
februari 2020	3,2%	2,9%	1,5%	1,2%	-0,5%	-1,2%
Genomsnitt:	2,9%	2,8%	2,1%	1,7%	1,8%	2,2%
Idag:	2,1%	2,0%	2,7%	1,5%	1,6%	0,2%

Tabell 1

Källa: NBER, Bloomberg & Aktie-Ansvar

Poängen med tabellen är att konjunkturen alltid ser relativt stark ut när lågkonjunkturen inleds. Precis som idag. Dessa indikatorer är i bästa fall samtida och värsta fall eftersläpande. Ett skräckexempel under inflationsepoken på sjuttioalet är lågkonjunkturen 1973 till 1975. Då fortsatte sysselsättningen att öka i nästan ett år efter det att lågkonjunkturen hade startat. När väl en negativ jobbsiffra rapporterades hade börsen redan bottnat efter att ha fallit nästan 50 procent under två års tid. Det är även värt att tillägga att reala inkomster och konsumtion typiskt sett knappt faller under lågkonjunkturer om det inte handlar om en riktig hårdlandning.

Dessutom revideras statistiken och revideringarna kan vara betydande. Det är inte helt ovanligt att ekonomin faktiskt revideras in i lågkonjunktur. Diagram 3 belyser hur det första BNP-estimatet rapporterades under finanskrisen jämfört med hur statistiken ser ut idag – många revideringar senare.

Amerikansk BNP före och efter revideringar under finanskrisen 2008 - 2009

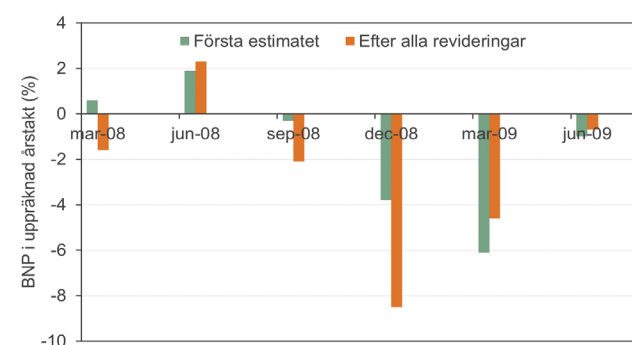


Diagram 3

Källa: BEA NIPA, Bloomberg & Aktie-Ansvar

Har lågkonjunkturen i USA redan börjat?

Varje lågkonjunktur har unika omständigheter, men likheterna är tillräckligt många för att vara meningsfulla. Ekonomisk statistik

brukar delas in i grupper om tre beroende på om de är ledande, samtida eller eftersläpande. Som investerare är vi primärt intresserade av den första gruppen indikatorer. Nämligen de som är ledande. En ledande indikator kan aldrig vara hundra procentig, men hellre det än en som inte varnar i tid. Sen gäller det att försöka minimera risken för falska signaler så gott det går.

Diagram 4 belyser tre ledande indikatorer som historiskt sett har genererat varningssignaler i god tid: avkastningskurvan, differensen mellan förväntningar på framtiden och nuläget i Conference Boards konsumentbarometer, samt den årliga förändringstakten i Conference Boards ledande indikatorer, LEI. Indikatorerna är normaliserade för att kunna använda samma y-axel i diagrammet. Nuvarande nivåer är med god marginal i recessionsterritorium.

Ledande indikatorer förutspår lågkonjunktur i USA

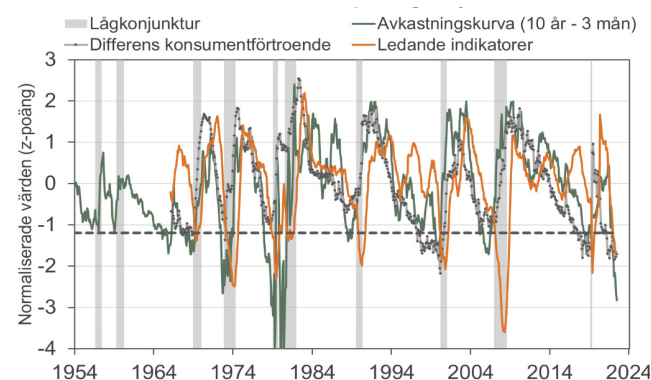


Diagram 4

Källa: NBER, Federal Reserve, Robert Shiller, Bloomberg & Aktie-Ansvar

Den bästa indikatorn historiskt har varit avkastningskurvan och den lider dessutom inte av problemet med revideringar. Kurvan ska vara inverterad, det vill säga att räntan på de kortfristiga obligationerna är högre än räntan på de långfristiga obligationerna, i minst ett kvartal och ju större del av kurvan som är inverterad desto bättre. Originalversionen är räntedifferensen mellan den tioåriga statsobligationen och tremånaders statsskuldväxel som i diagram 4, men det viktiga är att den långa räntan styrs av strukturella faktorer och den korta räntan styrs av centralbanken.² Det här är räntemarknadens syn på huruvida kortränteläget är lämpligt i förhållande till ekonomins kapacitet. I dagsläget uppfylls alla kriterier i form av djup, längd och bredd av kurvinverteringen. En lågkonjunktur förutspås nu med start någon gång mellan första kvartalet 2023 och första kvartalet 2024.

² Den berömda spreaden mellan tio- och tvåårsräntan är därmed suboptimal. Den korta räntan bör vara kortare än ett år och den längre någonstans mellan 7 och 10 år enligt Campbell Harvey som var den akademiker som först upptäckte sambandet 1986. Det räcker även att kurvan är platt, den behöver inte vara inverterad.

Differensen i konsumenternas förväntningar och nuläget är en snarlik indikator, fast för hushållssektorn. Den är inte lika tillförlitlig som avkastningskurvan, men den ger en indikation på hur hushållens agerande kan komma att förändras och breddar analysen.

LEI består av tio underliggande indikatorer. Ett stort problem med LEI är att den revideras och historiken är därför inte helt i linje med den som rapporterades i realtid. Indexet har gett falska signaler historiskt och är dessutom inte så speciellt ledande. Ett sätt att minimera risken för falska signaler är att använda deras diffusionsindex, vilket anger hur stor andel av komponenterna som bidrar positivt till indexets utveckling. Ju färre som bidrar positivt och ju längre tid det pågår, desto mindre är sannolikheten för att bli lurad. Tidigare falska signaler har karaktäriserats av snabba fall med lika snabba återhämtningar. Under de senaste sex månaderna har sju av tio indikatorer i snitt bidragit negativt till indexet vilket vittnar om att den minskade aktiviteten är både ihållande och utbredd. Sexmånaderssnittet för diffusionsindexet illustreras i diagram 5. Enligt LEI kan USA redan vara i lågkonjunktur.

Conference Board ledande indikatorer USA

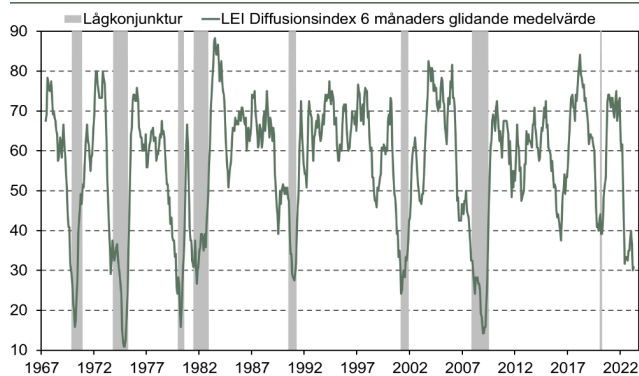


Diagram 5 Källa: NBER, Bloomberg & Aktie-Ansvar

I skrivande stund är det inte heller bara statistik med lång ledtid som visar svaghet. Olika industribarometrar såsom inköpschefsindex för industrin är redan på kontraktionsnivåer, speciellt de regionala indexen. Viktiga delar av inköpschefsindexen såsom nya ordrar antyder också lågkonjunktur. En annan viktig barometer är Feds kvartalsvisa enkät för banksektorn, SLOOS. Bankerna har nu stramat åt kreditgivningen i linje med vad som är normalt i en recession. Samtidigt har efterfrågan på företagslån gått i kvav. Dessa två enkäter åskådliggörs i diagram 6.

Andel amerikanska banker som rapporterar...

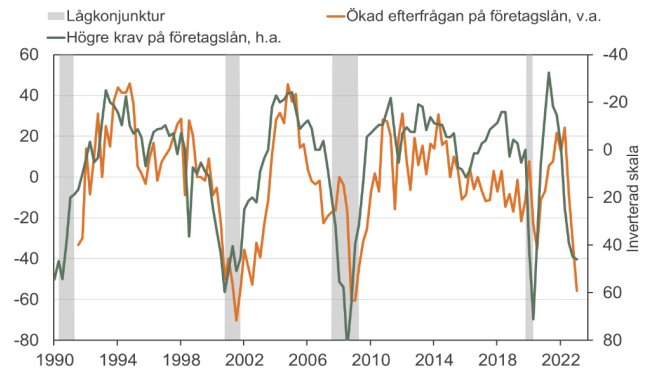


Diagram 6 Källa: Federal Reserve & Aktie-Ansvar

Många nationalekonomer tröstar sig med att arbetsmarknaden är stark, men som tidigare nämnts släpar den efter. Det finns dock annan arbetsmarknadsdata som är mer framåtblickande. Innan företagen gör sig av med fast anställda tenderar de att dra ned på antalet timmar och de som är temporärt anställda. Dessa två indikatorer har under det senaste året fallit i linje med tidigare avmattningar. Antalet varsel om uppsägning likaså.

Ansökningarna för arbetslöshetsersättning brukar börja stiga ungefär ett halvår före konjunkturedgångar, vilket diagram 7 belyser. Den rödstreckade linjen i diagrammet är utvecklingen för det senaste dryga året med antagandet att en lågkonjunktur startade redan i april. Mönstret ser ut att vara snarligt det för övriga linjer. Detta är ingen prognos utan bara ett exempel på att den sysselsättningsstatistik som nu rapporteras inte konfirmerar att ekonomin kommer att mjuklanda.

Ansökningar för arbetslöshetsersättning börjar stiga cirka ett halvår före lågkonjunkturs inleds

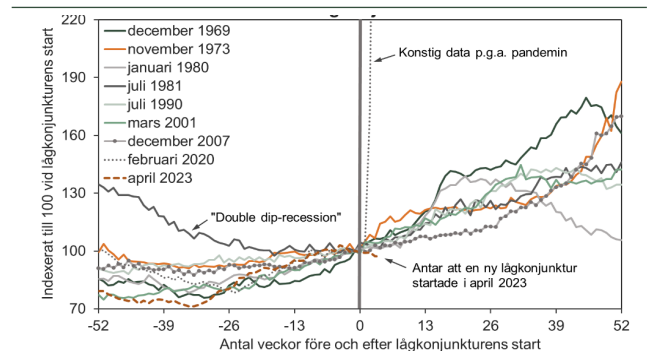


Diagram 7 Källa: NBER, Bloomberg & Aktie-Ansvar

Drömmen om en mild lågkonjunktur

Huruvida lågkonjunkturen blir mild eller ej är i princip omöjligt att förutsäga. Trots det är det en standardprognos vid vändpunkter. Problemet är att händelseförloppet är beroende av hur olika beslutsfattare agerar i pressade lägen, vilket också är näst intill omöjligt att sia om. Finanskrisen 2008 hade exempelvis inte alls blivit lika djup ifall Lehman Brothers hade räddats. Det enda rimliga är därför att anta att lågkonjunkturen blir "normal" tills vidare. I del två kommer det dessutom att visa sig att djupet på recessionen inte är speciellt avgörande för utvecklingen på tillgångsmarknaderna.

Del två: Tillgångsutveckling i lågkonjunkturer

Jämfört med de inflationsperioder som strategirapporten hösten 2021 handlade om är lågkonjunkturer enklare att navigera.³ Aktier utvecklas förvisso sämre, men obligationer med låg kreditrisk klarar sig bra, speciellt långa statsobligationer. Även kortränteinstrument genererar positiv real avkastning. Amerikanska statsskuldväxlar har gett 4 till 5 procent i nominell avkastning i snitt i recessioner. Med det sagt har aktier inte gått dåligt i alla lågkonjunkturer. Samtidigt har inte alla börskrascher varit förknippade med fallande ekonomisk aktivitet.

En uppenbar frågeställning i den här delen av rapporten är hur perioderna för lågkonjunkturer ska definieras. Ska NBER:s datum för start och slut tas rakt av eller ska perioderna definieras baserat på tillgångsutvecklingen i samband med lågkonjunkturerna? Nackdelen med det första alternativet är att tillgångspriserna oftast leder konjunkturen, vilket gör definitionen mindre meningsfull. Nackdelen med det andra alternativet är att analysen blir lite mer subjektiv. Speciellt när det handlar om att exempelvis allokera mellan aktier och obligationer. Diskussionen som följer försöker därför att ta hänsyn till denna problematik och vara tydlig med hur resultatet påverkas.

Ett viktigt tillägg är att alla avkastningssiffror som presenteras är baserade på månadsdata, vilket gör svängningarna mindre än om dagliga data används. Det kan skilja allt ifrån ett par till tio procentenheter. All avkastning inkluderar dessutom kuponger och utdelningar.

Den data som används sträcker sig tillbaka till utgången av 1925 och innefattar 16 lågkonjunkturer. Analysen är begränsad till amerikanska aktier och tjugoåriga statsobligationer⁴. Anledningen är att USA är den i särklass viktigaste marknaden för en globalfond⁵,

det finns tillförlitliga data för hela perioden och rapportens längd begränsas. Det är värt att poängtera att variationen är stor i alla genomsnittssiffror som presenteras.

Aktier

Aktiemarknaden har historiskt sett gett noll procent i avkastning under NBER:s perioder av lågkonjunkturer. Det låter inte så illa, men nedgångarna i samband med lågkonjunkturer har i genomsnitt legat på 26 procent, eller 31 procent i årstakt. Börsen toppar i snitt drygt fyra månader före och bottenar knappt 5 månader före konjunkturen, vilket är vad som orsakar differensen mellan 0 och minus 26 procent. Nedgångarna varar ungefär ett år.

Större vinsttapp är generellt sett förknippade med sämre avkastning på aktier under lågkonjunkturer vilket illustreras i diagram 8, men det finns undantag. 1973 till 1975 föll knappt vinsterna medan börsen avkastade minus 43 procent. Under finanskrisen 2008 till 2009 räckte det med att börsen halverades trots att vinsterna var ned 92 procent. Marknaden gjorde då bedömningen att enorma nedskrivningar i finanssektorn var en temporär företeelse, vilket var korrekt. Vinsterna faller med i snitt 29 procent i recessioner.

Vinsttapp vs nedgång för amerikanska aktier

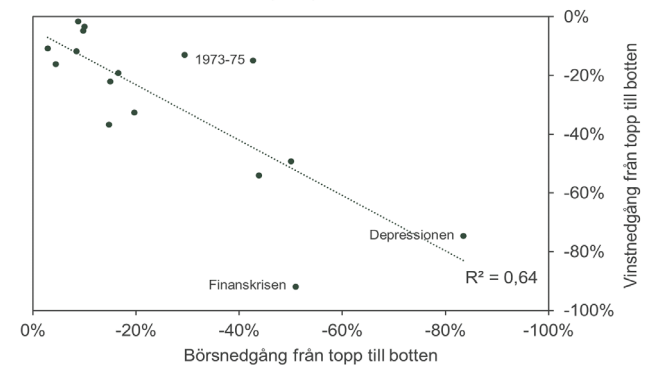


Diagram 8

Källa: Morningstar SBBI, Robert Shiller & Aktie-Ansvar

Vinstcykeln är emellertid annorlunda än börscykeln. Den som perfekt hade kunnat pricka toppar och bottenar i vinstcykeln hade förlorat pengar om den hade blankat aktier under dessa perioder. En sån strategi hade endast fungerat i de tre största börsnedgångarna. Att korrekt förutspå när vinsterna ska börja falla har varit en bra egenskap. Däremot bottenar bolagens vinster inte förrän i snitt sju till åtta månader efter börsen, vilket gör vinstcykeln ännu trögare än konjunkturcykeln.

³ investeringsstrategi_q32021_pederdu_rietz.pdf (aktieansvar.se)

⁴ Detta är också samma duration som Aktie-Ansvar Saxxum Aktiv har på sina amerikanska statsobligationer.

⁵ Amerikanska aktier utgör cirka två tredjedelar av MSCI World.

Tyvärr har sambandet mellan storleken på konjunkturedgångar och vinstnedgångar i bästa fall varit svagt, och i värsta fall obefintligt. Relationen åskådliggörs i diagram 9. Debatten om huruvida en eventuell lågkonjunktur blir mild eller inte är således mindre relevant för investerare. Diagrammet använder industriproduktionen som mått på konjunkturen, vilket tyvärr är den enda dataserie som har månadsdata under hela tidsperioden. Sambandet med BNP är dock ännu svagare. Amplituden på börsnedgången har heller ingen relation till storleken på varken konjunkturedgången eller antalet räntesänkningar från Fed. Att sitta och hoppas på räntesänkningar är därmed ganska meningslöst.

Amplitud på vinsttapp vs konjunkturedgång

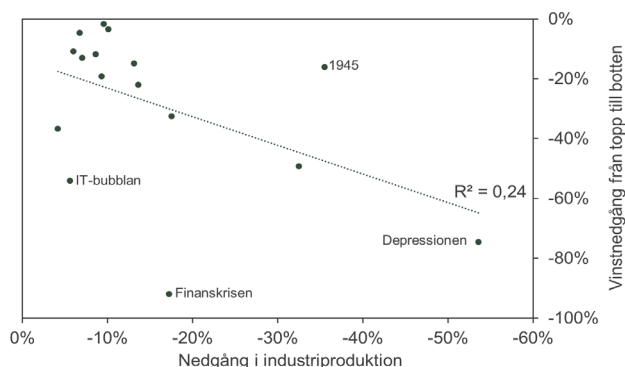


Diagram 9

Källa: Robert Shiller, Bloomberg & Aktie-Ansvar

En anledning kan vara att konjunkturen var mer volatil förr i tiden samtidigt som värderingen på aktier var lägre. Detta begränsade fallhöjden. Relationen mellan värderingen på börstoppar och amplituden på efterföljande börsnedgångar illustreras i diagram 10. Sambandet är ganska bra så länge värderingsmåtten på något sätt är justerat för storleken på vinstmarginalerna⁶. Ett vanligt P/E-tal är exempelvis meningslöst då vinsttappet är så stort att värderingen generellt sett ökar i lågkonjunkturer. Värderingen i diagram 10 är ett snitt på två vedertagna (marginaljusterade) mått med lång historik och redovisas i form av antal standardavvikelser från historiskt genomsnitt.⁷

Toppvärdering amerikanska aktier vs nedgång

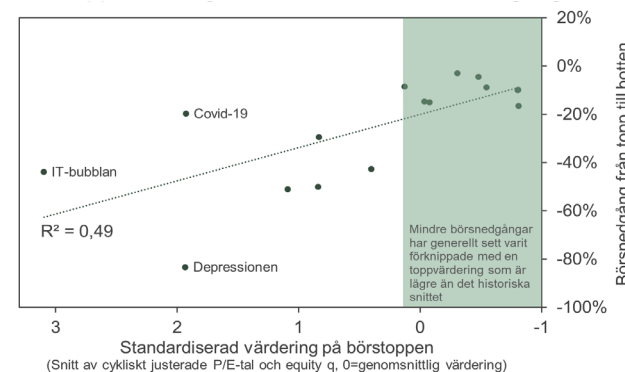


Diagram 10

Källa: Morningstar SBBI, Robert Shiller, Federal Reserve & Aktie-Ansvar

Det är värt att notera att nedgångar på 20 procent eller mindre historiskt sett har skett när toppvärderingen var i linje med eller under det historiska snittet. Pandemin för tre år sen och depressionen på trettioalet utgör två ytterlighetsvärden i det här sammanhanget. Avslutningsvis så har en högre toppvärdering i regel också inneburit att nedgångarna har pågått under längre tid.

Stadsobligationer⁸

Långa statsobligationer har avkastat positivt i ALLA lågkonjunkturer sedan 1925. I snitt har avkastningen varit knappt 12 procent. Den som däremot har lyckats pricka toppar och bottnar på obligationsmarknaden i samband med lågkonjunkturerna har fått en avkastning på mellan 18 och 23 procent beroende på om start och slutpunkter använder prisnivåer eller räntenivåer (20 till 26 procent i årstakt). Tjugoårsräntan faller i genomsnitt med 120 punkter under dessa perioder. Obligationsmarknaden leder konjunkturcykeln med cirka två månader i inledningsfasen men släpar efter någon månad i slutskedet. Det vill säga att långräntan bottenar först efter det att lågkonjunkturen är över.

Det finns ingen direkt relation mellan amplituden på konjunkturedgången och förändringen i långräntor, eller med hur många punkter Fed sänker räntan för den delen. Detta är något överraskande. Ett samband mellan långräntor och förändring i den årliga inflationstakten saknas också. Anledningen är troligen att inflationen är en släpande indikator och bottenar först långt efter konjunkturen. Däremot tenderar långräntorna att falla mer i lågkonjunkturer där inflationstakten är hög vid starttillfället, likt idag. Detta känns rimligt med tanke på att inflationstoppar har varit relativt kortsiktiga fenomen historiskt, vilket styrks av diagram 11.

Accelererande inflation är typiskt i slutet på cykeln

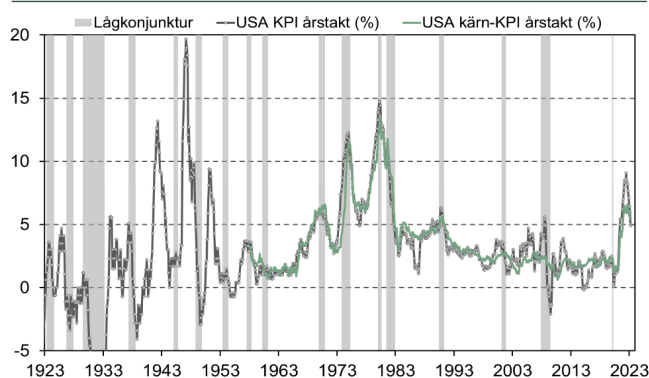


Diagram 11

Källa: NBER, Bloomberg & Aktie-Ansvar

⁶ Det finns ett svagt samband mellan vinsttappet i lågkonjunkturen och vinstmarginalen på toppen av cykeln.

⁷ De två måtten är Shillers cykliskt justerade P/E-tal där E:et är baserat på ett tioårigt genomsnitt på vinsten och equity q, vilket är en förfinad version av P/B där eget kapital är baserat på vad tillgångarna skulle kosta att ersätta vid varje givet tillfälle.

⁸ Det finns även data på företagsobligationer, men den är på tjugoåriga obligationer av hög kreditkvalitet. Det innebär att utvecklingen styrs av duration inte av kreditrisk. Det är dessutom väldigt få investerare idag som köper så långa företagsobligationer.

Långräntorna är såklart beroende av hur Fed agerar. Ju mer de korta räntorna sänks desto mer faller långräntorna, vilket illustreras i diagram 12. Fed har i snitt sänkt räntan med 450 punkter i lågkonjunkturer. Den siffran stiger ifall data före femtiotalet exkluderas eftersom räntevapnet inte användes på samma sätt tidigare i historien. Under inflationsperioder dröjer det emellertid lite längre innan centralbanken trycker på gaspedalen.

Nedgång i långränta vs sänkning av Fed funds

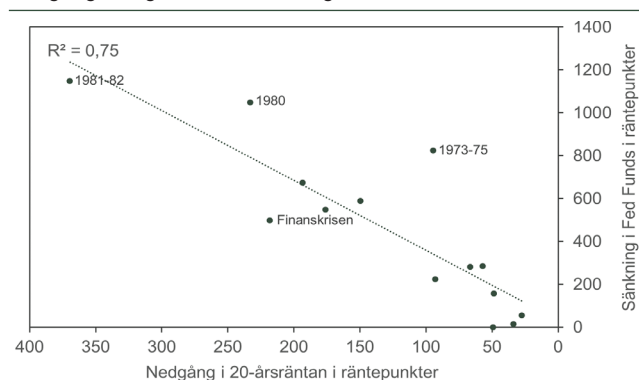


Diagram 12

Källa: Morningstar SBBI, Federal Reserve & Aktie-Ansvar

Allokering

Långa statsobligationer har presterat bättre än aktier under lågkonjunkturer oavsett hur perioderna definieras. Överavkastningen per recession i snitt har sett ut enligt följande:

- Perfekt tajming av konjunkturen enligt NBER:s datering, drygt 11 procent.
- Perfekt tajming av obligationspriser, drygt 12 procent.
- Perfekt tajming av långräntenivåer, nästan 16 procent.
- Perfekt tajming av aktiemarknaden, drygt 32 procent.
- Perfekt tajming av relationen mellan aktier och obligationer, nästan 35 procent.

Den relativa utvecklingen illustreras i diagram 13. Som väntat har det varit viktigare att kunna pricka rätt på aktier än på statsobligationer för den som allokerar mellan de två. Det viktigaste budskapet här är dock inte att det krävs perfekt tajming för att resultatet ska bli godtagbart. Bortsett från något enstaka fall kan en förvaltare vara tidig eller sen med något år eller så och ibland mycket mer. Från toppar såsom 1929 eller 1999 handlar det till och med om årtionden innan aktier återfår sin relativa glans.

Relativ utveckling mellan amerikanska aktier och långa statsobligationer



Diagram 13

Källa: NBER, Morningstar SBBI & Aktie-Ansvar

Den relativa linjen i diagrammet ska stiga med cirka 3 till 4 procent årligen i snitt eftersom aktier avkastar mer än obligationer i den storleksordningen. Orsaken till att en trendlinje är dragen från 1966 är att det var första gången som både aktier och obligationer handlades på sin snittvärdering samtidigt. Det är därför en rimlig startpunkt. Den snabba uppgången på fyrtio- och femtiotalet kom sig av att aktier var väldigt undervärderade och obligationer var övervärderade efter depression och världskrig. Så ser det inte ut idag.

Tillbaka till framtiden

Från toppen i december 2021 till botten i september 2022 avkastade S&P 500 nästan minus 24 procent baserat på månatliga data, vilket är aningen mindre än genomsnittet för tidigare lågkonjunkturer. Om lågkonjunkturen inte har börjat än och S&P 500 inte noterar en ny högsta nivå skulle det vara den längsta ledtiden någonsin sedan 1925. Om det å andra sidan blir en lågkonjunktur 2023 och börsen inte når en ny lägre botten skulle det vara en av få gånger som aktiemarknaden bottnar innan recessionen ens har startat. Bottenvärderingen skulle dessutom vara den högsta någonsin.

Vinststappet från mars 2022 till mars 2023 är 11 procent vilket är hittills klart lägre än det historiska snittet. Givet toppvärderingen och toppnivåerna på vinstmarginalerna är det sannolikt att både aktiekurserna och vinsterna ska falla under längre tid och till lägre nivåer. Den här börsnedgången startade på värderingsnivåer på nästan 3 standardavvikelse över det historiska snittet baserat på de mått som används i diagram 10.

Långräntorna föll som mest cirka 60 punkter från toppen, vilket är hälften så mycket som det historiska snittet. Startnivån för inflationstakten var dessutom en av de högsta i historien vilket borde innebära att räntenedgången kan bli större än 120 punkter. För att det ska materialiseras krävs dock att Fed inleder en serie av aggressiva räntesänkningar, vilket i skrivande stund ligger en bit fram i tiden. Den relativa utvecklingen för aktier jämfört med statspapper har dessutom inte ens börjat falla utan är troligen något att se fram emot det kommande året eller så.

Det är självklart möjligt att lågkonjunkturen undviks och det som har skrivits i den här rapporten blir relevant först senare, men det känns mindre sannolikt.

Avslutande reflektioner

Egentligen är det inte så komplicerat. Fed har höjt räntan med 5 procentenheter på 14 månader och gjort kvantitativa åtstramningar. Det brukar sägas att det tar 12 till 18 månader för penningpolitiken att få fullt genomslag i ekonomin. Det här innebär att den första höjningen på 25 punkter i mars 2022 får full effekt först nu, och den sista höjningen på 25 punkter i maj slår igenom fullt ut först under hösten 2024. Finanspolitiken stramas också åt. De amerikanska hushållen har haft överskottsbesparingar att tillgå tack vare de extrema stimulanserna under pandemin, men överskottet börjar nu sina. Det är i den här kontexten som de tydliga recessionssignalerna från ledande indikatorer i del ett ska ses.

Aktiemarknaden tenderar att falla när ekonomin viker, men i snitt är tappet bara en dryg fjärdedel. Ju större vinstnedgång och ju högre toppvärdering desto större blir nedgången. Den blir också mer utdragen. Givet värderingen och nivån på vinstmarginalerna på toppen 2021 är bedömningen att börsnedgången fram till i september förra året bara är en del i en längre och djupare nedgång. Det här gäller för USA, men inte nödvändigtvis för övriga världen vars börser hade en betydligt lägre toppvärdering. Även värdeaktier bör klara sig bättre.

Till skillnad från aktier så frodas långa statsobligationer i tuffa tider. De har faktiskt gett positiv avkastning i samtliga 16 recessioner som

den här studien har analyserat. Företagsobligationer klarar sig också bra så länge kreditrisken är låg. Och ju längre duration desto bättre. För en som allokerar mellan aktier och obligationer behöver tajmingen runt lågkonjunkturer inte på något sätt vara perfekt. Däremot kan det krävas lite tålamod. För en global allokationsfond behöver inte lågkonjunkturer vara en anledning till oro. Tvärtom.

Den här strategirapporten publicerades den 12 juni 2023.

Bryttid för beräkningar och prognoser är per den 8 juni 2023.



PEDER DU RIETZ, CFA

Peder Du Rietz har en bakgrund som handlare i statsobligationer hos Goldenberg, Hehmeyer & CO i London samt som makrostrateg hos Garantum Fondkommission. Sommaren 2015 tog Peder över ansvaret som förvaltare av *Aktie-Ansvar Saxxum Aktiv*.

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

Det gör du enklast via hans månadsrapporter, strategirapporter samt via Aktie-Ansvars nyhetsbrev. Du kan även följa Peder via Twitter.

Peder Du Rietz på Twitter >

Senaste månadsrapporterna >

Senaste strategirapporterna >