

# Att ligga steget före

Den amerikanska ekonomin är alltjämt den ekonomi som styr utvecklingen på den globala finansmarknaden. Utmaningen är dock att mängden makroekonomisk data som behöver analyseras är stor och statistiken är dessutom ofta spretig. Detta gör att utvecklingen kan vara svår att följa, vilket ökar risken för att bli färgad i sina beslut. För att på ett enkelt sätt bilda sig en uppfattning om både nuläge och framtidsutsikter, samt att fastställa regler för att identifiera såväl trendbrott som falska signaler introduceras i den här rapporten nio indikatorer som sammanfattar läget för tillväxt, inflation och investeringsklimat. Enkelt förklarar kallas det ett kvantitativt ramverk för USA. I den här rapporten förklaras ramverkets styrka i att erbjuda en bättre helhetsbild, bidra till en mer objektiv analys och ta fram relativt enkla regler för att hjälpa till vid investeringsbeslut.

Ramverket började utformas före sommaren och blev klart under hösten och är framtaget för att underlätta allokeringsbeslut i förvaltningen, vilket det också gör. Indikatorerna hade varit behjälpliga vid många tillfällen under historien, inte minst under senare år. Exempelvis genererades ramverket ingen recessionssignal mellan åren 2009 och 2019, vilket var korrekt. Under 2020<sup>1</sup> signalerades både lågkonjunkturen på våren och återhämtningen under hösten. Även inflationsperioden 2021 till 2022 prickades med tillräckligt bra precision.

Ett praktiskt sätt att presentera indikatorerna är med hjälp av hastighetsmätare, vilket ger en ögonblicksbild av tillståndet i amerikansk ekonomi vid varje givet tillfälle. Grönt betyder bra och rött betyder dåligt. Pilen pekar således på grönt om tillväxten är hög, men om inflationen är hög pekar den på rött. I bild 1 åskådliggörs läget vid utgången av 2023.

## Överblick över tillståndet i amerikansk ekonomi

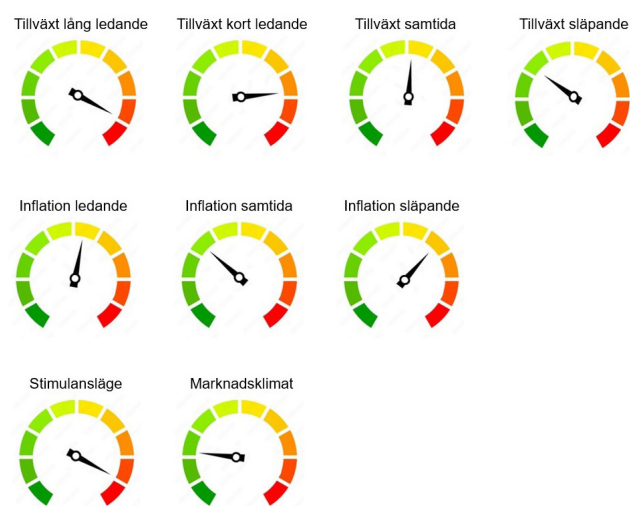


Bild 1

Källa: Garantum

Vad säger mätarna om läget här och nu? Sammanfattningsvis beskrivs situation så här:

*Amerikansk ekonomi har växt snabbt men bromsar nu in. Statistik kring sysselsättning, konsumtion, inkomster med mera håller fortfarande uppe. Däremot har mer framåtblickande data försvagats under en längre tid och befinner sig på recessionsnivåer. En lågkonjunktur är sannolik inom en snar framtid om den inte redan har börjat. Den goda nyheten är att inflationen inte längre är ett problem även om den fortfarande är lite för hög, speciellt kärninflationen. Konjunktur- och inflationsbilden stärks ytterligare av att den allmänna miljön har gått från extremt stimulerande till extremt åtstramande på väldigt kort tid. Trots detta är stressnivån på finansmarknaderna mycket låg, vilket talar för att risktagandet bör vara lägre än vanligt till dess att något förändras.*

I resten av rapporten redogörs en mer detaljerad beskrivning av ramverket och hur allt hänger ihop.

## Kort bakgrund

Två typer av miljöer är speciellt vanskliga att navigera i för investerare: lågkonjunkturer och inflationsperioder. Den förstnämnda är förenlig med negativ avkastning på aktier, medan den sistnämnda brukar innebära dålig avkastning på aktier, obligationer och övriga konventionella tillgångar. Värdepapper med lång duration såsom långa statsobligationer drabbas speciellt hårt i inflationsperioder. Att identifiera dessa två miljöer i tid är därför indikatorernas huvudsyfte. Samtidigt måste hänsyn tas till vad som redan är diskonterat av marknaden och hur stimulerande miljön är i allmänhet. Därför introduceras även två indikatorer inom det här området, vilka kan användas tillsammans med de för tillväxt och inflation.

Ekonomiska data delas ofta in i grupper baserat på om den släpar efter, beskriver nuläget eller leder utvecklingen. Utan åtskillnad blir det väldigt mycket brus eftersom allting inte händer samtidigt

<sup>1</sup> Indikatorerna förutspådde självklart inte pandemin, men mycket pekar på att USA var på väg in i en recession när pandemin slog till.

i ekonomin. Inom sysselsättningsstatistiken anses till exempel arbetslösheten vara eftersläpande, antalet skapade jobb vara samtida och antalet arbetade timmar vara ledande. Indikatorerna för tillväxt och inflation delas därför upp på liknande sätt. Detta ger en tydligare bild av utvecklingen. Fokus ligger primärt på de ledande indikatorerna eftersom det är de som är mest användbara för investerare. Inom tillväxtområdet finns det två ledande indikatorer: en på kort sikt och en på lång sikt.

Indikatorerna består av mellan två och tio dataserier vardera, vilka normaliseras med så kallade z-värden<sup>2</sup> innan de vikts. De mäts i antal standardavvikelser från respektive medelvärde. Detta görs för att olika typer av dataserier ska kunna användas tillsammans. Annars blir det konstigt när exempelvis en årlig tillväxttakt, en räntenivå och en konsumentbarometer kombineras. Vikterna är baserade på hur lång historik som finns, hur tillförlitliga de har varit, samt deras relevans ur ett ekonomiskt perspektiv.<sup>3</sup> Grundläggande information om indikatorerna sammanfattas i tabell 1.

#### De nio indikatorerna

Indikatorer	Startår	# data-serier	Exempel på data
<b>Tillväxt</b>			
Släpande	1949	3	Arbetslöshet, lager
Samtida	1949	6	Sysselsättning, konsumtion
Kort ledande	1948	10	Orderingång, barometrar
Lång ledande	1952	4	Avkastningskurva, penningmängd
<b>Inflation</b>			
Släpande	1960	3	Kärninflation
Samtida	1948	2	Konsument- och producentpriser
Ledande	1948	6	Råvarupriser, inflationsförväntningar
<b>Investeringsklimat</b>			
Marknadsklimat	1962	5	Volatilitet aktier, kreditspreadar
Stimulansläge	1955	5	Räntor, kreditutgivning

Tabell 1

Källa: Garantum

<sup>2</sup> Z-värde innebär att en dataserie normaliseras genom att varje datapunkt sätts i relation till seriens historiska medelvärde och standardavvikelse. Alla indikatorer baseras på expanderande z-värden, vilket betyder att endast data som är tillgänglig vid varje givet tillfälle används.

<sup>3</sup> Till exempel har nya bygglov varit en ganska bra ledande indikator historiskt, men byggsektorn utgör samtidigt endast en liten del av ekonomin. Nya bygglov bör därför inte ges så stor vikt.

## Tillväxt

### Historisk tillbakablick

Diagram 1 illustrerar genomsnittsutvecklingen för de fyra tillväxtindikatorerna 36 månader före och 24 månader efter historiska konjunkturbottnar. Det är den samtida indikatorn som definierar konjunkturcykeln, det vill säga den grå linjen i diagrammet. Den består av samma sex dataserier som National Bureau of Economic Research (NBER) använder sig av för att datera den amerikanska konjunkturcykeln.

### Tillväxtindikatorernas snittutveckling under amerikanska lågkonjunkturer sedan 1952

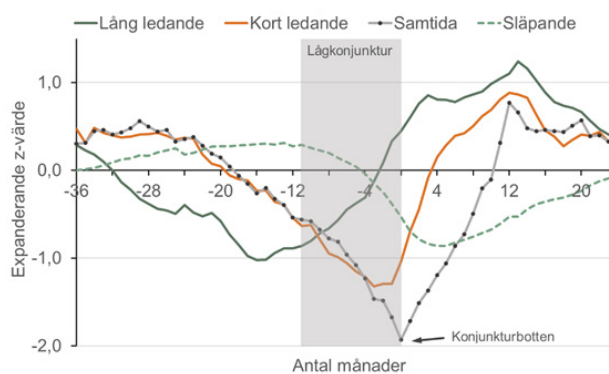


Diagram 1

Källa: NBER, Bloomberg & Garantum

Historiskt sett har ordningsföljden varit följande. Den långa ledande indikatorn bottenar ca femton månader före konjunkturen och börjar sedan stiga. Inbromsningen konfirmeras så småningom av den korta ledande indikatorn, vilken i snitt bottenar tre månader före den samtida. Generellt sett ska de två ledande indikatorerna närma sig minus en standardavvikelse för att en recessionssignal ska genereras. Recessionen konfirmeras sedan av den samtida, initialt via avtagande momentum i tillväxten. Den samtida indikatorn är dock föremål för betydande revideringar, vilket diskuterades utförligt i föregående strategirapport. Konfirmationen kan därför dröja. En fördel med de ledande indikatorerna är att endast en bråkdel av de dataserier som ingår revideras. Den släpande indikatorn bottenar sedan sex månader efter konjunkturen.

### Konjunkturen här och nu

I skrivande stund har både den långa och korta ledande indikatorn gett signal om recession. Givet historiska ledtider säger ramverket att en amerikansk lågkonjunktur har startat under sista kvartalet 2023 (i oktober eller november för att vara exakt). Den specifika startpunkten är dock svår att fastställa i realtid eftersom statistiken kommer att revideras samt att ledtiden historiskt

sett har varierat en del. Det är till exempel möjligt att den unika miljön med hög inflation och extrem finanspolitik har förlängt ledtiderna den här gången. Tillväxtindikatorernas utveckling från 2021 till idag åskådliggörs i diagram 2.

### Tillväxtindikatorernas utveckling sedan juni 2021

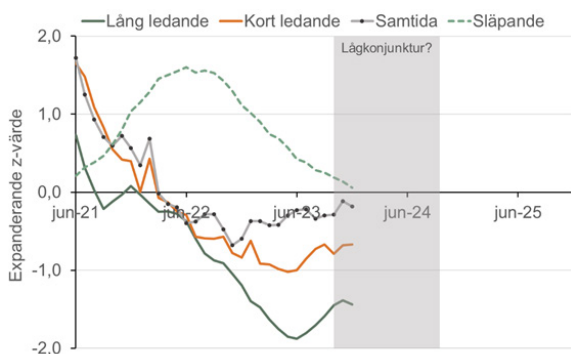


Diagram 2 Källa: NBER, Bloomberg & Garantum

Den långa ledande indikatorn har troligtvis bottnat och antyder därmed att recessionen ska vara över mot slutet av tredje kvartalet 2024. Hur den rör sig under kommande år har därför begränsad betydelse. Signalen har redan gått helt enkelt. Den korta ledande indikatorn har befunnit sig i recessionsterritorium sedan andra kvartalet 2023 och är den som är viktigast att följa just nu. Om denna skulle studsa upp till noll eller över under kommande månader skulle det betyda att amerikansk ekonomi sannolikt har mjuklandat. I så fall bör risktillgångar viktas upp. Så länge den befinner sig runt nuvarande nivåer är vi dock i vänteläge. Nästa pusselbit är då ett försvagat momentum i den samtida indikatorn och så småningom konfirmation genom att även den faller till minus en standardavvikelse eller lägre. Den rapporterade statistiken i den samtida indikatorn kommer då så småningom också att revideras ned.

Eftersom den korta ledande indikatorn är den som snabbast kommer att signalera om recessionsscenario är intakt är det värt att fokusera lite extra på den. Den här indikatorn består av totalt tio dataserier. Diagram 3 belyser utvecklingen uppdelat i delserier, vilka representerar olika segment av ekonomin. Det viktiga här är att det inte bara är en sektor som är svag, utan att inbromsningen är utbredd. Flera delserier har återhämtat sig något under senare tid, vilket innebär att sannolikheten för en mjuklandning har ökat något jämfört med för några månader sedan. Det är värt att poängtera att de två delserier som är tillbaka runt nollstrecket är också de som utgör de lägsta andelarna av indikatorn som helhet.

### Kort ledande tillväxtindikator för USA: delserier

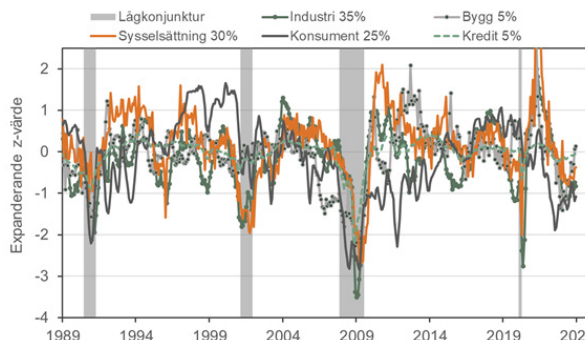


Diagram 3 Källa: NBER, Bloomberg & Garantum

### Lågkonjunkturer som aldrig blev av

Det är svårt att hitta en modell som är helt felfri. Det går såklart att sätta ihop indikatorer som har fungerat perfekt historiskt, men risken är att man lurar sig själv. De ledande indikatorerna har förutspått alla elva lågkonjunkturer sedan 1952, men de har också haft fel en gång, 1966.

Utveckling i samband med den felaktiga signalen 1966 illustreras i diagram 4. Den långa ledande indikatorn bottnade i november på minus 1,8 standardavvikelse och började sedan stiga. Den svaga utvecklingen konfirmerades av den korta ledande indikatorn, vilken bottnade på minus 1,3 standardavvikelse fem månader senare. Helt i linje med det gängse mönstret. I början av 1967 började även den samtida indikatorn närma sig recessionsnivåer, men nedgången avstannade. Lågkonjunkturer avväjdes med nöd och näppe med hjälp av lösare finans- och penningpolitik. De ledande indikatorerna hade därmed fel.<sup>4</sup>

### Tillväxtindikatorernas utveckling i samband med den falska recessionsignalen 1966

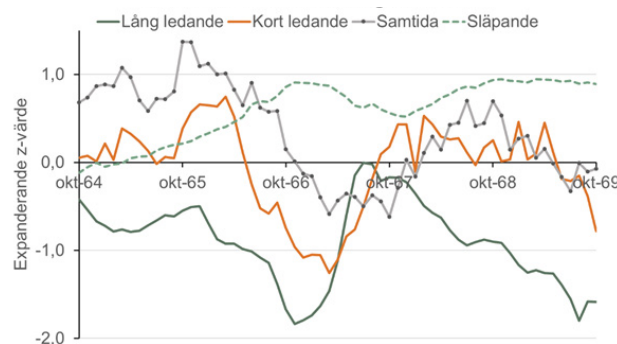


Diagram 4 Källa: NBER, Bloomberg & Garantum

<sup>4</sup> Däremot vände de ledande indikatorerna ned redan något år senare och förutspådde föredömligt lågkonjunkturer som startade i december 1969.

Samtidigt sjönk börsen över 20 procent i samband med inbromsningen så från ett förvaltarperspektiv spelade semantiken mindre roll. Det är också värt att tillägga att de ledande indikatorerna innehöll färre komponenter på sextioalet. Speciellt den korta ledande. Sammansättningen idag är betydligt bredare och gynnas dessutom av längre historik, vilket är fördelaktigt när så kallade z-värden räknas fram.

Tiotusen kronorsfrågan är huruvida nuvarande signal skulle kunna vara felaktig i likhet med den 1966. Den frågan går emellertid inte att svara på...än. Investerare har inget annat val än att vänta på antingen konfirmation på svaghet från den samtida indikatorn, alternativt en återhämtning i den korta ledande indikatorn. Sannolikt får vi svaret på frågan redan under våren 2024. I skrivande stund är dock recessionssignalen intakt.

## Inflation

### Historiska inflationsperioder

Det sägs ibland att den bästa indikatorn på framtida inflation är inflationen idag. Det ligger något i det. Ramverket kompletteras därför med en indikator som mäter momentum i den samtida inflationsindikatorn. Under alla inflationsperioder historiskt har momentum genererat en varningsflagga ganska tidigt i processen. Däremot har momentum även gett signaler vid några tillfällen när inflationstakten inte blev speciellt problematisk. Det går således inte att enbart förlita sig på det här fenomenet. Den samtida indikatorn åskådliggörs tillsammans med perioder av starkt momentum i inflationen i diagram 5.<sup>5</sup>

### Samtida inflationsindikator och momentum

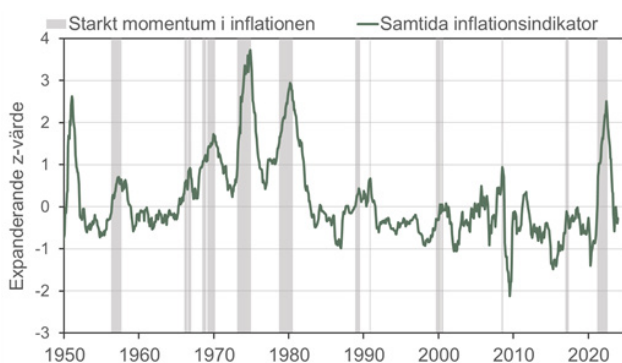


Diagram 5

Källa: Bloomberg & Garantum

Den samtida indikatorn i diagram 5 är ett viktat medel av den årliga inflationstakten i både konsument och produktionsledet. Det är värt att ha i åtanke att nollnivån är det historiska genomsnittet, inte centralbankens inflationsmål på 2 procent. I det här fallet innebär noll i diagrammet en årstakt på över 3 procent. En inflationstakt på

2 procent motsvarar ett z-värde på minus 0,4 standardavvikelser.

Diagram 6 illustrerar den genomsnittliga utvecklingen för de nio inflationsperioder som har drabbat USA sedan 1948 med hjälp av inflationsindikatorerna. Den senaste perioden är ännu inte inkluderad eftersom det endast har gått 18 månader sedan toppen. Precis som i strategirapporten "Inflationstider" från hösten 2021 definieras inflationsperioder som episoder där inflationstakten accelererar över 2 procent och toppar på minst 5 procent.<sup>5</sup>

### Inflationsindikatorernas snittutveckling i samband med amerikanska inflationsperioder sedan 1948

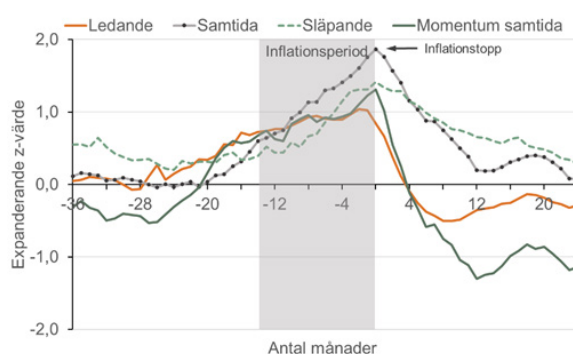


Diagram 6

Källa: NBER, Bloomberg & Garantum

Den ledande indikatorn börjar typiskt sett stiga i god tid före den samtida på vägen upp och falla någon månad eller två före på vägen ned. Prisbilden konfirmeras sedan av ett snabbt stigande momentum. Momentum leder vanligtvis inte på vägen ned, men den faller snabbare och kan tillsammans med den ledande indikatorn signalera att inflationsperioden är slut. Detta medför att vändpunkter kan identifieras redan efter några månader efter att de har inträffat och investerare slipper ligga felallokerade under hela händelseförloppet.

Den ledande indikatorn på inflation är inte lika bra på att förutspå framtiden som de på tillväxt. Inflationperioder är helt enkelt svårare att förutsäga eftersom orsakerna varierar. De vanligaste är chocker som påverkar utbudet, för lös penning- eller finanspolitik som leder till för hög efterfrågan, samt förändrat beteende. Den sistnämnda är krångligast. Akademiska studier har dragit slutsatsen att det tar ca två år för hög inflation att permanent påverka beteendet hos ekonomins aktörer. Det är därför hög inflation måste bekämpas i sin linda!

### Nuvarande situation

Den senaste inflationsperioden följer det historiska mönstret väldigt väl, vilket diagram 7 belyser. Det var till och med så att vändpunkterna var lite lättare att identifiera än vanligt. Inflationstakten har nu fallit tillbaka lika snabbt som den tog fart. Däremot är det

<sup>5</sup> Strategirapporten "Inflationstider" från hösten 2021 finns tillgänglig på Aktie-Ansvars hemsida: investeringsstrategi\_q32021\_pederdu\_rietz.pdf (aktieansvar.se)



svårt att sia om huruvida inflationen blir ett strukturellt problem. Historiskt sett har inflationstakten legat kvar i spannet 2 till 4 procent i flera år efter att den har fallit tillbaka. En sådan nivå är dock hanterbar för finansmarknaderna. Det som absolut inte får ske är att inflationen accelererar till över 5 procent på nytt. Det gäller helt enkelt att vara vaksam på hur saker och ting utvecklas. Utöver inflationsindikatorerna kan då stimulansindikatorn vara till hjälp. Den behandlas tillsammans med marknadsklimatet i nästa avsnitt.

### Inflationsindikatorernas utveckling sedan juni 2019

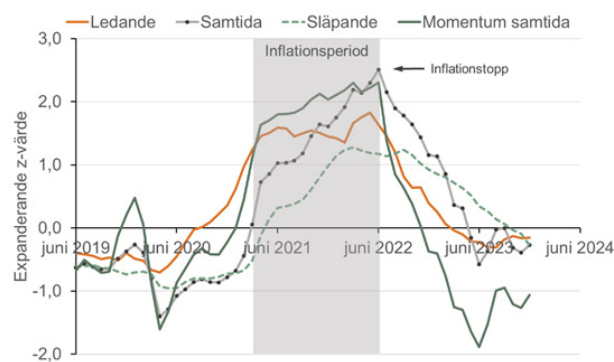


Diagram 7

Källa: Bloomberg & Garantum

## Marknadsklimat och stimulanser

### Den allmänna miljön sätter saker i perspektiv

Indikatorerna för ekonomin som har diskuterats hittills bör sättas i relation till det allmänna investeringsklimatet. En signal för lågkonjunktur som redan prisas in av finansmarknaden är inte värd att agera på. En liknande situation uppstår om oro på finansmarknaden exempelvis inte har orsakats av svaga konjunktursignaler. Den typen av krascher har allt som oftast visat sig vara brus. Börsnedgångar som inte är förknippade med en recession har historiskt sett istället varit utmärkta köptillfällen. 1987 är det mest extrema exemplet eftersom tillväxtindikatorerna inte var i närheten av recessionsnivåer. I diagram 8 åskådliggörs marknadsklimatet i USA sedan 1962. Indikatorn är baserad på data från aktiemarknaden, räntemarknaden, kreditmarknaden och valutamarknaden. Utvecklingen påminner om den för VIX-index. Den viktigaste skillnaden är att den här indikatorn har större bredd och nästan 30 år längre historik än VIX.

### Indikator för marknadsklimatet

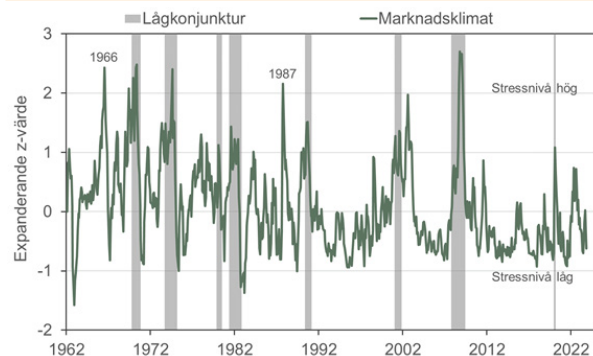


Diagram 8

Källa: NBER, Bloomberg & Garantum

Även i lågkonjunkturer kan marknadsklimatet bli för extremt. När indikatorn stiger över 1,5 standardavvikelse brukar det vara ett bra tillfälle att börja öka risken, oavsett åsikt om tillväxt eller inflation. Större delen av tiden befinner sig dock marknadsklimatet på låga nivåer och har då inget signalvärde.

Än mer intressant är stimulansindikatorn, vilken åskådliggörs i diagram 9. Den består till ungefär lika delar av olika mått på hur mycket pengar som skapas i ekonomin och förändringen i kostnaden för att låna pengar. En stimulerande miljö är generellt sett bra för tillväxten på kort sikt, men ökar samtidigt risken för hög inflation längre fram. Pandemiperioden är ett perfekt exempel. För att en lågkonjunktur ska inträffa krävs inte några extrema åtstramningar – ekonomin kan bromsa in av sig själv. Däremot tenderar perioder av extrema åtstramningar att leda till recession. De extrema åtstramningarna under de senaste två åren ökar därmed sannolikheten för att de ledande tillväxtindikatorerna ska få rätt angående konjunkturen i skrivande stund. De kommer troligtvis också se till att inflationen hålls i schack.

### Indikator för stimulansläget



Diagram 9

Källa: NBER, Bloomberg & Garantum

Stimulansindikatorn har generellt sett varit bättre på att förutsäga tillväxten än inflationen. Dock har den vid två tillfällen befunnit sig på ganska åtstramande nivåer utan att tillväxten sedermera blev negativ, 1966 och 1994. Det beror helt enkelt på hur stark den underliggande ekonomin är.

### Applicering på tillgångsallokering

Ramverkets styrka är att det sammantaget ger en bättre helhetsbild av läget genom att många dataserier kombineras med förutbestämda vikter. Analysen blir mer objektiv och relativt enkla regler kan sättas upp för att hjälpa till vid investeringsbeslut. Nedan följer en lista med några exempel:

- En lång ledande indikator som närmar sig minus en standardavvikelse och som sedermera konfirmeras av en kort ledande indikator på liknande nivåer har prickat elva av elva lågkonjunkturer. Det här händelseförloppet har bara haft fel en gång och bör därför tas på allvar. Om stimulansklimatet samtidigt är åtstramande, som idag, är signalen sannolikt än mer robust. Då bör risktillgångar viktas ned om inte marknadsklimatet redan är stressat – det vill säga att den indikatorn har nått en nivå på minst en standardavvikelse.
- En snabbt stigande ledande inflationsindikator som följs av starkt momentum i den samtida är ett tecken på att inflationen kan bli ett problem inom kort. Signalen blir starkare om miljön har varit stimulerande. Tillgångar med lång duration bör då viktas ned till förmån för korta ränteplaceringar, råvaror, guld och vissa typer av aktier. I de fall räntan på realränteobligationer är tillräckligt hög är detta också ett alternativ.
- Ett stressat marknadsklimat, låt säga en marknadsindikator på över en halv standardavvikelse, som inträffar utan svaga konjunktursignaler har varit bra tillfällen att öka risken i portföljen. Det bästa exemplet är 1987 när börsen föll 34 procent i ett läge när varken tillväxtindikatorerna eller inflationsindikatorerna genererade några som helst varningssignaler.
- Ett väldigt stressat marknadsklimat, det vill säga en indikator på över en och en halv standardavvikelse, har generellt sett varit ett bra läge att ta risk oavsett vad som händer med konjunktur eller inflation. Tidsperioden som har använts i den här rapporten inkluderar inte depressionen på trettioalet, vilken sannolikt hade inneburit ett undantag. Målet är inte dock inte att aldrig ha fel utan att ha rätt för det mesta. Det är i princip omöjligt att förutspå ytterligheter.
- Överdrivet höga eller låga nivåer för stimulansindikatorn kan indikera att både ekonomin och finansmarknaden kan stå vid ett vägska. Extremnivåer är därför en bra fingervisning på att signalerna från andra indikatorer bör ifrågasättas om de antyder någonting annat. Alternativt att signalerna förstärks ifall de pekar i liknande riktning.

### Avslutande reflektioner

Den här rapporten har gett en introduktion till ett kvantitativt ramverk för att analysera amerikansk ekonomi från ett investerarperspektiv. Det har även givits några exempel på hur det kan användas inom tillgångsallokering. En stor del av rapporten har tillägnats indikatorernas utveckling under historiska lågkonjunkturer och inflationsperioder. Ändamålet är att bättre förstå situationen idag. En slutsats är att konjunkturen alltjämt ser ut att vara på väg in i en recession, trots den något bättre statistiken under senare tid. En annan är att den senaste inflationsperioden har följt det historiska mönstret till punkt och pricka och att inflationen i dagsläget är under kontroll.

Lika viktigt som att dra slutsatser som i föregående stycke är emellertid att så tidigt som möjligt identifiera falska signaler. Ramverkets styrka ligger till stor del i dess objektivitet. Statistiken som rapporteras är ofta spretig och det är lätt att hänga upp sig på enskilda dataserier. Ett syfte har varit att kommunicera vad som krävs för att bilden ska förändras. Där har vi bland annat funnit att en betydande återhämtning i den korta ledande tillväxtindikatorn skulle vara en signal på att recessionsscenarioet inte kommer att materialiseras. Detta kan ske på några månader. Inflationsutsikterna kan ändras lika snabbt. Det handlar inte om att perfekta pricka toppar och botten i cykeln, utan att inte ligga fel för länge.

*Den här rapporten publicerades den 5 februari 2024  
Bryttid för beräkningar och prognoser är per den 19 januari 2024*



**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. Peder är förvaltare på Garantum och sedan sommaren 2015 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 >