



Christer Tallbom,
chefekonom hos Garantum
samt prognosmakare och
omvärldsanalytiker sedan 30 år.

Högre räntor och en osynkad konjunktur skapar ... möjligheter!

Styrräntehöjningarna närmar sig sitt slut, men troligen är vi inte riktigt där ännu. Ytterligare någon höjning kan komma att krävas för att centralbankerna ska känna att tillräckligt har gjorts för att få inflationsmonstret att kapitulera. För även om den breda inflationen tydligt faller tillbaka är nedgången när det gäller kärninflationen i konsumentledet betydligt trögare. Det kommer att ta längre tid innan den bedöms uthålligt komma att ligga på en nivå som centralbankerna känner sig komfortabla med, vilket i sin tur är en effekt av att den globala tillväxten har varit förhållandevis robust. Effekterna på den ekonomiska tillväxten av att skruva upp styrräntor en liten bit till ska emellertid inte överdrivas då de blir begränsade även om osäkerheten på marknaden kommer att öka. En långsammare nedgång i kärninflationen innebär framförallt att en omläggning av penningpolitiken dröjer. Det betyder att marknaden sannolikt kommer att brottas med en global ekonomi vars aktivitet fortsätter bromsa in till följd av tidigare kraftfullare räntehöjningar utan att få stöd i form av löften i närtid om några penningpolitiska lättnader från centralbankernas sida.

Ökade konjunkturskillnader ekonomier emellan ...

Konjunkturskillnaderna ekonomier emellan är dock stora och har vuxit. USA har kommit längst i återhämtningen efter pandemin och som följd av detta ligger även först av de mogna ekonomierna i såväl inflations- som styrräntecykeln. Marknadens förväntningar på den amerikanska ekonomin har också förändrats mest. Oron för en hårdlandning har först ersatts av ökad tro på en mjuklandning av ekonomin och nu allt mer även av en växande uppfattning om ingen landning överhuvudtaget. Det vill säga en amerikansk ekonomi som växer, men i "lagom" takt för att inflationen ska fortsätta att successivt släppa sitt grepp om den. En robust arbetsmarknad håller konsumtionen uppe i en ekonomi som till två tredjedelar utgörs av just hushållens efterfrågan. En konsumtion som efter pandemin dessutom i högre grad än vanligt har riktats mot tjänstesektorns utbud – vilket skapar en gynnsam spiral eftersom det är den produktionssektor som i sin tur skapar absoluta lejonparten av alla nya jobb.

... men en verklig recession fortsatt inte det mest sannolika även i de svagare ekonomierna

I Europa som konjunkturmässigt släpar efter USA är recessionsoron däremot mer påtaglig. Med en tysk ekonomi som största motor och som har börjat knacka har medfört att tillväxten i euroregionen sjunkit

under det tredje kvartalet. Sannolikheten är hög att avslutningen på året blir fortsatt tillväxtmässigt svagt. Ett par kvartal i följd med negativ BNP-förändring skulle i så fall innebära en "teknisk recession" i euroregionen. Men, det ska inte blandas ihop med en verklig och besvärlig lågkonjunktur som bland annat förutsätter att arbetsmarknaden klappar ihop. Historiskt har en recession nämligen alltid varit synonymt med en signifikant försämrad arbetsmarknad. En sådan dramatisk förändring av en europeisk jobbmarknad som i skrivande stund noterar den lägsta arbetslöshetsnivån sedan data för hela EMU-regionen började sammanställas är trots allt osannolik. För även om aktiviteten viker har bolagen lärt sig att när den ökar igen blir det både svårt och dyrt att då rekrytera kompetent personal. Den lärdomen innebär att vi bedömer att minskade vinstmarginaler för bolagen är mer sannolika än de ska börja permittera anställda i någon större omfattning.

Investeringar ger ett växande stöd till den globala tillväxten

Det är emellertid inte så konstigt att oron för konjunkturen är hög. Efter den förra stora krisen – finanskrisen – har den globala tillväxten i hög grad ganska ensamt drivits av en ökad konsumtion. Eftersom hög inflation och höga räntor slår hårdast mot densamma är det förstaeligt att marknaden blir orolig. Det man emellertid inte längre kan bortse från är att tillväxten nu successivt får alltmer stöd av en betydande förändring av mer strukturell karaktär. Gigantiska program på båda sidor av Atlanten är sjösetta för att öka infrastrukturinvesteringar och accelerera den gröna omställningen av ekonomier. Dessutom börjar bolagens investeringar i ny produktionskapacitet som länge varit ovanligt begränsade nu att ta fart. Sammantaget är det en investeringsboom som kommer ge ett signifikant och växande bidrag till den globala tillväxten under lång tid.

Konjunkturskillnaderna är stora inte bara regionalt utan på alla möjliga sätt ...

Men kortsiktigt kan man konstatera att konjunkturskillnaderna är stora inte bara regionalt utan även sektoriellt. De flesta ekonomier har till följd av pandemin blivit tydligt tudelade. Varuproduktionen går till stora delar kraftgång till följd av tidigare överkonsumtion samtidigt som aktiviteten i tjänstesektorn nu gynnas av en uppdämd efterfrågan i spåren av pandemin. Men även utöver den tudelningen är konjunkturbilden för olika sektorer minst sagt splittrad. Pandemin och den efterföljande återhämtningen har kastat in olika produktionssektorer i helt olika faser av konjunkturen. Vissa sektorer äntligen har fått igång sin produktion

efter några tuffa år med bland annat brist på komponenter. Andra snarare befinner sig nära en konjunkturbotten och övriga någonstans i mitten av sin konjunkturcykel. En splittrad konjunkturbild bidrar till en sämre visibilitet och därmed ökad osäkerhet bland investerare – men skapar samtidigt också möjligheter. I vissa sektorer har till exempel förväntningarna på bolagen sänkts kraftigt och kanske allt för mycket samtidigt som många av dem nu befinner sig nära en botten konjunkturmässigt.

... vilket i kombination med höga räntor skapar osäkerhet ... men också möjligheter!

Sammanfattningsvis kommer marknaden sannolikt att fortsätta brottas med en global ekonomi vars aktivitet gradvis bromsar in till följd av tidigare kraftfullare räntehöjningar samtidigt som löften om penningpolitiska lättnader från centralbankernas sida dröjer. I osäkra tider som dessa har det historiskt visat sig vara viktigt att vara investerad. Framför allt som högre räntor och en osynkroniserad konjunktur inte bara genererar osäkerhet utan även nya möjligheter för investerare. En mer normaliserad ränteinramning betyder att verkliga räntealternativ med vettiga avkastningsmöjligheter återigen finns att tillgå för investerare. Det innebär inte minst att man nu måste se över sina placeringar i lågrisksegmentet där vi nu ser de största möjligheterna till bättre avkastning utan att behöva dra upp risken. Ökade avkastningsmöjligheter i ränteplaceringar innebär samtidigt att ribban har höjts för investeringar med högre risk. Detta i kombination med det splittrade konjunkturläget innebär att man i många fall nu behöver göra en översyn av hela sin befintliga portfölj och nu även vara betydligt mer selektiv i sina aktierelaterade placeringar.

