

## Marknadssyn maj 2025

### En känsla av falsk trygghet

Marknaden är ett väsen som inte alltid är lätt att förstå. Framåtblickande, men inte rationell vid varje given tidpunkt och framför allt irrationell längre än vad som ibland känns möjligt. Lägg därtill en person som är allt annat än förutsägbar och det rådande marknadsklimatet blir svårnavigerat minst sagt. Tullar i all ära. Det går att hantera för bolagen om nivåerna skulle vara kända, men bristen av förutsägbarhet och den genomgående slumpmässigheten i alla uttalanden skapar endast förvirring och inaktivitet. Det tenderar inte att vara goda förutsättningar för kloka investeringsbeslut. Det ser bra ut idag, men vad händer om sex månader?



**Jon Arnell**

CIO von Euler & Partners  
och investeringschef inom  
Säkra-koncernen

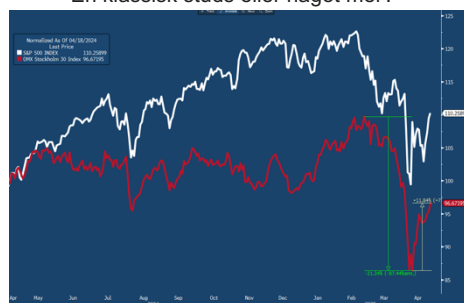
Marknaden verkar dessutom agera utifrån förhoppningen att tullarna ska rullas tillbaka, vilket är fullt möjligt men skadan är redan skedd och frågan är snarare hur snabb och i vilken omfattning den ekonomiska inbromsningen sker samt vad som egentligen är inprisat i dagens värderingar. Vinsterna har justerats, men är det tillräckligt när nivåerna fortsatt indikerar dubbelsiffrigt på andra sidan av Atlanten i en ekonomisk miljö präglad av tydlig avmattning och en enorm osäkerhet.

Vi återupprepar vår försiktiga inställning till riskfyllda tillgångar, ser fortsatt volatilitet och har under senaste tiden snarare ökat flexibiliteten i våra portföljer för att kunna vara mer aktiva.

### Är marknadens återhämtning uthållig?

Vi ser ett klassiskt mönster upprepa sig i aktiemarknaderna där tidigare fall återhämtas till hälften. Vi har en korrektion på 20% från topparna, vilket sker från tid till annan och när uttalandestormen har dragits tillbaka och bolagen visat fortsatt stabilitet i vinsterna för bakomliggande kvartal har halva nedgången reverserats.

En klassisk studs eller något mer?



Källa: Bloomberg

Men frågan är vad som händer nu? Finns det någon fundamenta bakom som styrker vidare uppgång härifrån eller är stigande kurser endast påeldade av förhoppningar om en tillbakarullning av tullarna utan vidare konsekvenstänk? Eller var det de stora detaljhandelskedjorna som i enskilt möte med Trump hotade med tomma hyllor som fick presidenten att backa tillbaka? Eller var det kanske räntemarknaden, med snabbt stigande långräntor, som återigen skrämde ledande befattningshavare likt vi sett historiskt?

En kombination är nog det troliga svaret till återhämtningen och den tillfälliga pausen i tullattacker, men osäkerheten har knappast minskat likväl som att vägen framåt alltjämt är dimmig. Varför volatiliteten lär bestå och inkommande makrosvagheter tynga på nedsidan.

## A two way street

Det går att räkna upp en mängd utfallsscenario givet var vi befinner oss idag. Men för enkelhetens skull säger vi att det finns två vägar framåt. Höga tullar eller lägre tullar, men fortsatt tullar.

"Art of the deal"



- Höga tullar ligger kvar och agerar motvind för amerikansk och global tillväxt. Recessionsrisken är hög, inflationen är ett frågetecken och centralbankernas agerande är av vikt. Stagflationsscenario är ett orosmoment, men kraften i inbromsningen avgör. Dollarn fortsätter att handla svagt och förtroendet för USA vacklar vidare. Kapitalet flyr USA för Europa, men givet globala strömmar finns det egentligen ingenstans att gömma sig.

- Förhandlingar leder till lägre tullar, men alltjämt tullar och fortsatt press på tillväxten. Kanske kan en recession undvikas beroende på hur länge osäkerheten består.

Båda scenarion leder till en inbromsning eller något mer i tillväxten. Osäkerheten riskerar att ligga kvar om än i olika grad, där faktum kvarstår att Trump lätt kan skifta fokus baserat på tidigare agerande. Förtroendet för USA lär inte återhämta sig i närtid med fortsatt press på dollarn och beroende på skuldproblematiken ett tryck uppåt på räntorna med risk för vidare stress i systemet.

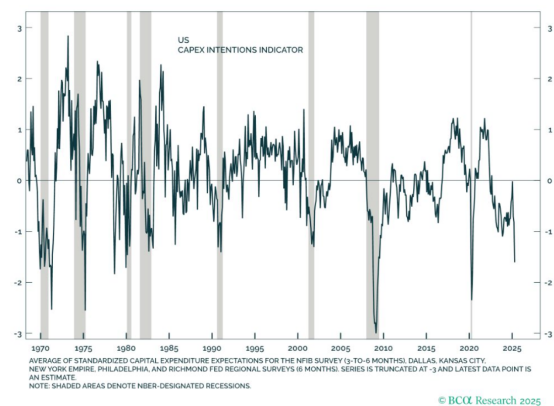
Skattereduktioner och avregleringar, vilka kommer i nästa steg och har utlovats från Trump-administrationen ska finansieras på

något sätt utan att äventyra skuldsituationen. Tullar som driver intäkter samtidigt som tillväxten tar fart, medan dollarn är svag och räntorna låga låter spontant som en svår ekvation att lösa. Oklarheter med andra ord.

## Bolagen mår bra nu, men hur länge?

Bolagsrapporterna som trillar in visar alltjämt på goda resultat, bibehållna marginaler och förhållandevis stabila orderböcker. Men utsikterna kommer i ett annat tonläge och osäkerheten kring tullarna dominerar kommunikationen. Vi har erhållit både återupprepade prognoser så väl som en rad nedjusterade prognoser och till och med borttagande av prognoser helt. Men övergripande är att de oklara vindarna dominerar helheten.

### Amerikanska capex-planerna faller



Källa: BCA Research

Mycket vittnar om att orderböcker är fyllda sedan tidigare likväl som lagernivåer, det vill säga i väntan på tullar. Konsekvensen blir att det ser bra ut nu, men längre fram riskerar vi ett betydligt dystrare scenario om inte förutsättningarna förändras. På samma tema läggs capex-planer på is givet osäkerheten om utfallet. Även leveranskedjorna uppvisar covid-liknande stiltje med fallande containertrafik och eftersläpning i den riktiga effekten.

## Konsumenten har backat och backar vidare

Likt företagen uppvisar konsumenten liknande beteende, där det övergripande sentimentet är på rekordlåga nivåer, inköp har redan skett i förebyggande syfte och turismen bromsar in betänkligt. Den senaste undersökningen kring konsumentförtroendet i USA är nere på

pandeminivåer. Om vi ska se det positivt så var nivåerna lägre under finanskrisen.

### Nuläget är svårbedömt men tydligt svagt

Inkommande amerikanskt makro har vänt ned och överraskar på den negativa sidan.

Makro överraskar negativt



Källa: Bloomberg

Läser vi Feds Beige Book, vilken beskriver ekonomisk utveckling i olika regioner så visar den tydligt på svagare utsikter från en majoritet av distrikten på en rad punkter.

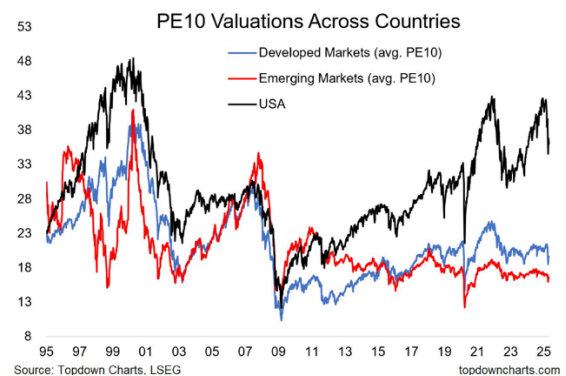
Vinsterna revideras ned, men fortsatt förväntas 10% vinsttillväxt i USA för innevarande år och dubbelsiffrigt även för 2026. Det här ger ett P/E-tal på 20x, vilket är betydligt högre än historiska snitt. Ett likaviktat index är mer i linje med genomsnittet likväl som småbolagsindex. Större potential där alltså vid en eventuell mer uthållig vändning.

### Värderingarna talar för Europa & Sverige

Om förtroendet fortsätter att försvagas med vidare fall i amerikanska tillgångar som följd, så uppstår frågan om amerikanska aktier ska handlas till en premie i förhållande till övriga marknader. Tittar vi på Sverige och Europa så ligger de i linje med historiska värderingssnitt och förblir relativt sett mer attraktiva än amerikanska aktier och en svagare dollar talar ytterligare för Europa, men även tillväxtmarknaderna. Vi får heller inte glömma att USA har varit och till viss del är kraftigt övervärderat drivet av ett fåtal bolag, det vill

säga att koncentrationsrisken är fortsatt påtaglig.

Ska USA fortsatt handlas till en premie?



Källa: Topdown Charts

Sverige ser även bra ut i termer av stabila statsfinanser med låg skuldsättning, vilket i tider av fortsatt oro kan driva inflöden och ge vidare styrka till kronan.

### Sälj på styrka

**Den rådande miljön präglas av en falsk trygghet där hoppet står till tillbakarullning av tullar och lägre räntor. Tullarna kommer att orsaka inbromsning oavsett, den är redan här och Fed är ännu inte redo att reversera rådande pausläge givet inflationsoron. Den senaste tidens styrka saknar fundamentala drivare för en mer uthållig uppgång och pressen på nedsidan lär bestå tills Fed sänker räntan, avtal med Kina sluts eller när konsumtionen hittar tillbaka. Vilket i grunden handlar om att förtroendet för USA kommer tillbaka och oron för statskulden avtar. Vi håller oss avvaktande till risk, men ökar aktiviteten.**

# Tillgångsallokering

## ALLOKERINGSINDIKATOR

Vi förblir på den försiktiga sidan och ligger alltså underviktade aktier, en allokering som initierades under februari när marknaden och placerare överlag uppvisade total avsaknad av oro, fondförvaltare var fullinvesterade och tron på en ekonomisk mjuklandning var total. Sentimentet och den generella förväntansbilden har förändrats markant sedan dess, men vi ser fortsatt att riskerna ligger på nedsidan. Vi har även ökat flexibiliteten inom våra ränteexponeringar i samma försiktiga anda. Givet rådande volatilitet, vilken vi tror kommer att hålla i sig, är behovet av kontinuerliga rebalanseringar och därmed flexibilitet av vikt.

## SVENSKA AKTIER

Svenska aktier har hamnat på efterkälken i den senaste tidens återhämtning, vilket följer på generell konjunkturoro där verkstadssektorn väger tungt på Stockholmsbörsen. Men det är också tydligt att det är tidigare förlorare som har köps tillbaka. Inkommande rapporter har varit på blandade sidan, där resultaten överlag är bra medan utsikterna har varit mer luddiga. Generellt är det för tidigt att dra några slutsatser kring följdfeffekterna av tullarna givet att bolagen ännu inte har erfärut konsekvenserna. Kronförstärkningen har haft en stor påverkan och kommer med största sannolikhet ha så även framåt. Vi ser kommande två kvartal som avgörande kring bolagens utveckling och risken är överhängande att det blir sämre framåt, vilket riskerar att tynga vinster och därmed aktiekurser. Vi håller sedan tidigare en övervikt mot svenska aktier, där en återhämtning om än trög för svensk ekonomi och värderingar utgör attraktiva aspekter. Kronförstärkningen är också en anledning att placera mer kapital i Sverige.

## GLOBALA AKTIER

Globala aktier har återhämtat sig väl under de senaste veckorna. Vi har sedan tidigare diversifierat vår globala aktieexponering, där vi har en tydlig undervikt till amerikanska aktier som följd av koncentrationsrisker och ur värderingsaspekt. Amerikanska medelstora bolag, vilka vi adderade vid årsskiftet som ett spel på sittande administrationen och som ett sätt att sprida våra risker, har delvis reverserat tidigare förluster men svagheten i den amerikanska dollarn tynger. Vi tror på aktiv förvaltning med fokus på kvalitet i den miljö vi befinner oss i.

## RÄNTEMARKNADEN

Vi har under senare tid dragit ned på risken i våra ränteplaceringar genom att sälja high yield-krediter och köpa investment grade. Den mer riskfyllda delen av marknaden tenderar att drabbas av likviditetsbrist i tider av stress, likväl som att eventuell isärspridning inte kompenseras fullt ut av potentiell räntenedgång. Räntorna har dessutom rört sig åt båda hållen givet oron i den amerikanska räntemarknaden. Vilket också föranleder i kortare duration i portföljerna. Vi har överlag en mer försiktig inställning till risk för närvarande och önskar därmed ha en bättre flexibilitet i våra portföljer. Likt inom aktiemarknaden är diversifiering av vikt och att kunna agera när möjligheter ges.

Osäkerheten dominerar marknaden



Allotteringsindikatorn illustrerar aktuell marknadssyn samt rekommenderad hantering av risk i portföljen. Betyget Neutral motsvarar en normal exponering, i linje med långsiktig önskad riskprofil och strategisk allokering. Förändring av risk i en portfölj kan uppnås genom att justera fördelningen mellan aktier och räntor, men kan också ske genom att förändra profilen i exempelvis ränteportföljen, bland annat genom att öka eller minska exponeringen mot high yield-fonder. Se ovan för en mer detaljerad beskrivning av vår syn per tillgångslag. Vänligen kontakta din Säkrarådgivare för mer information om din situation och hur aktuell marknadssyn påverkar dina innehav.

# Marknadsdata 2025-05-02

Aktieindex	1 vecka	1 månad	3 månader	6 månader	1 år
OMXS30	0,29%	-1,80%	-8,86%	-4,82%	-1,98%
STOXX Europe 600	1,39%	-1,19%	-0,76%	4,77%	5,25%
S&P 500	1,44%	-1,10%	-6,91%	-1,53%	-4,32%
Russell 2000	0,95%	-3,34%	-13,31%	-9,99%	-11,04%
MSCI World	1,27%	0,01%	-4,08%	0,80%	-0,69%
MSCI EAFE Small Cap	1,33%	4,61%	5,28%	6,97%	8,90%
MSCI CHINA	0,20%	-5,50%	8,25%	5,89%	9,26%
TOPIX	2,50%	1,63%	-3,41%	1,87%	-3,28%
MSCI EM	1,36%	0,03%	1,70%	-0,92%	3,39%
MSCI Brazil	0,11%	2,78%	4,14%	0,02%	16,92%
MSCI India	1,16%	4,04%	2,75%	-1,96%	0,17%

Ränteindex	1 vecka	1 månad	3 månader	6 månader	1 år
Sverige All bonds	0,12%	1,34%	0,60%	1,06%	1,70%
OMRX T-Bond	0,04%	2,00%	0,23%	0,08%	1,52%
OMRX T-Bill	0,03%	0,21%	0,54%	1,21%	0,76%
Europa Investment grade	0,07%	1,46%	0,78%	1,75%	0,76%
Europa High Yield	0,03%	0,03%	0,20%	2,07%	0,66%
USA Investment grade	0,16%	-0,14%	2,30%	2,69%	2,84%
USA High Yield	0,08%	-0,14%	-0,18%	1,85%	1,19%

Räntor	2025-05-02	2025-04-02	2025-02-02	2024-11-02	2024-12-31
Sverige 10 år	2,32	2,62	2,24	2,14	2,41
Euro 10 år	2,44	2,72	2,46	2,40	2,36
USA 10 år	4,23	4,13	4,54	4,38	4,57
USA 30 år	4,73	4,50	4,79	4,58	4,78

Råvaror	2025-05-02	2025-04-02	2025-02-02	2024-11-02	2024-12-31
WTI Olja	59,52	71,71	72,53	69,49	71,72
Guld	3261,20	3166,20	2859,60	2815,70	2692,10

Valutor	2025-05-02	2025-04-02	2025-02-02	2024-11-02	2024-12-31
EUR/SEK	10,99	10,75	11,50	11,64	11,46
USD/SEK	9,71	9,91	11,10	10,75	11,07
EUR/USD	1,13	1,09	1,04	1,08	1,04

Övrigt	1 vecka	1 månad	3 månader	6 månader	1 år
DJ US Real Estate	1,98%	-2,34%	-1,20%	-3,56%	0,66%
VIX	24,6	21,51	16,43	21,88	17,35

Källa: Bloomberg 2025-05-02

Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. De pengar som investeras kan både öka och minska i värde och det är inte säkert att du får tillbaka hela det insatta kapitalet.

Detta dokument ska inte ses som ett investeringsråd och utgör inte investeringsrådgivning eftersom analysen inte tar hänsyn till kundens individuella situation. Analysen ska ses som en del av ett beslutsunderlag och bör inte användas isolerat för ett investeringsbeslut. En investering i ett finansiellt instrument är förenad med risk. Informationen i denna analys är hämtad från källor som Säkra bedömt som tillförlitliga. Säkra tar dock inte ansvar för eventuella felaktigheter eller avvikelser. Vid investering i ett finansiellt instrument bör du som kund alltid läsa det faktablad och prospekt som finns tillgängligt för instrumentet.