Nordea

Höstrusk

Global Asset Allocation Strategy
Oktober 2022

Investments | Wealth Management

Oktober 2022

Höstrusk

NEUTRAL ALLOKERING

- September blev en förlängning av augusti, och fortsatt stigande räntor resulterade i negativ avkastning i både aktie- och obligationsmarknaden. Sentimentet är mycket pessimistiskt men för den långsiktiga investeraren leder nedgångarna samtidigt till att den framtida förväntade avkastningen förbättras.
- Höjda styrräntor och vi befinner oss nu på åtstramande nivåer, och efter en aggressiv räntehöjningsperiod förväntas tempot bli lägre framöver. Stigande räntor leder till försämrade tillväxtutsikter men vinstestimaten är fortsatt förvånansvärt stabila. Det kommer ytterligare negativ estimatrevidering men det bör vara inprisat i marknaden. Fortsatt neutral allokering mellan aktier och obligationer.

AKTIESTRATEGI: Övervikt USA

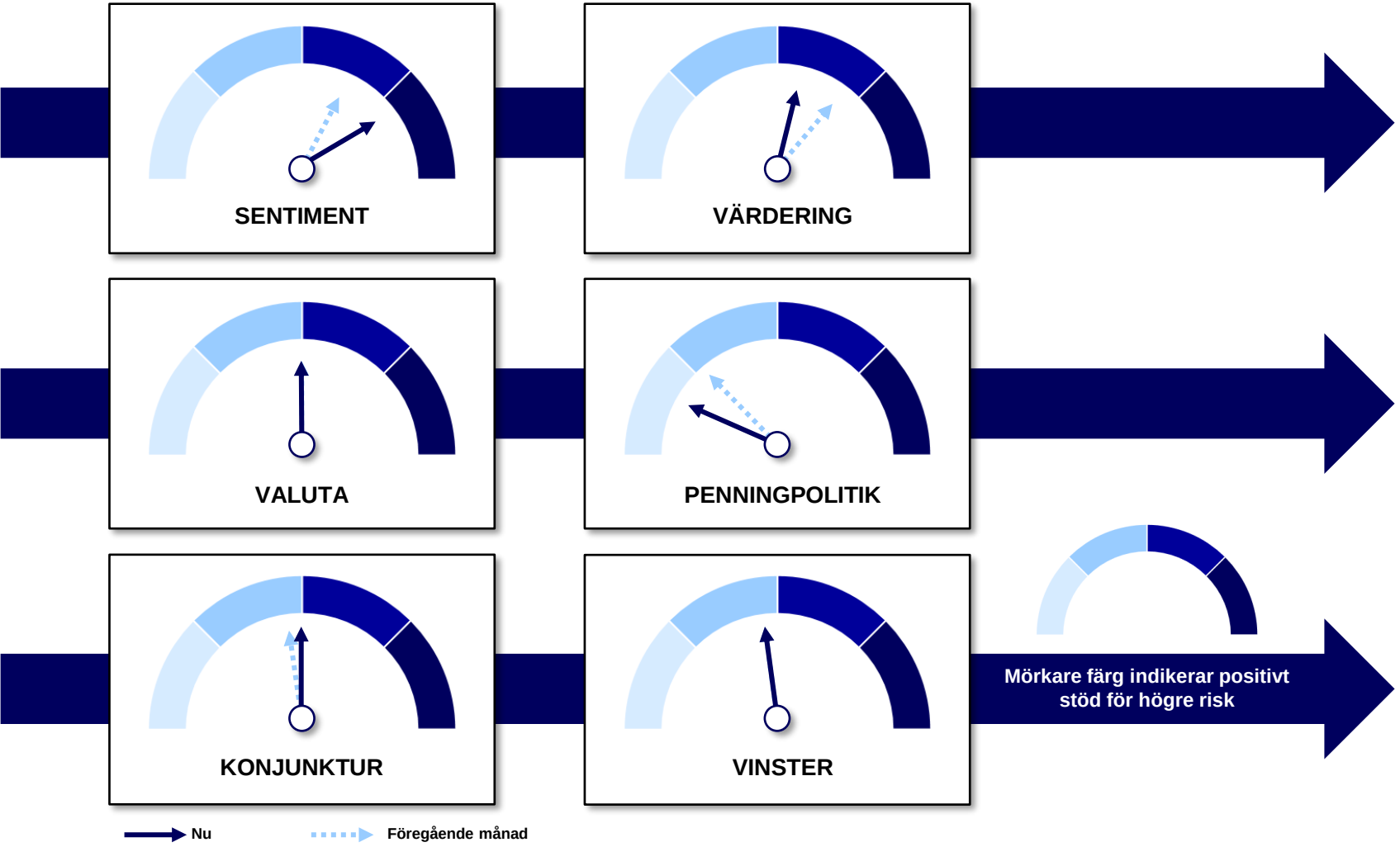
- Fortsatt övervikt Nordamerika på bekostnad av Europa. Makroutsikterna sticker ut positivt för USA och förutsättningarna för vinsttillväxt är bättre relativt Europa. Högre energipriser gör större avtryck i Europa.
- Med fokus på sektorer rekommenderar vi övervikt Hälsovård på bekostnad av Kommunikationstjänster, en sektor där flera stora bolag sätter tonen och där ökad konkurrens påverkat vinstutvecklingen i negativ riktning.

RÄNTESTRATEGI: Övervikt Investment Grade Europa

- Kreditspreadar har gått isär och allra störst är skillnaden inom europeiska företagsobligationer med fokus på Investment Grade. Trots osäkra utsikter ser vi de aktuella nivåerna som attraktiva.

Nordea

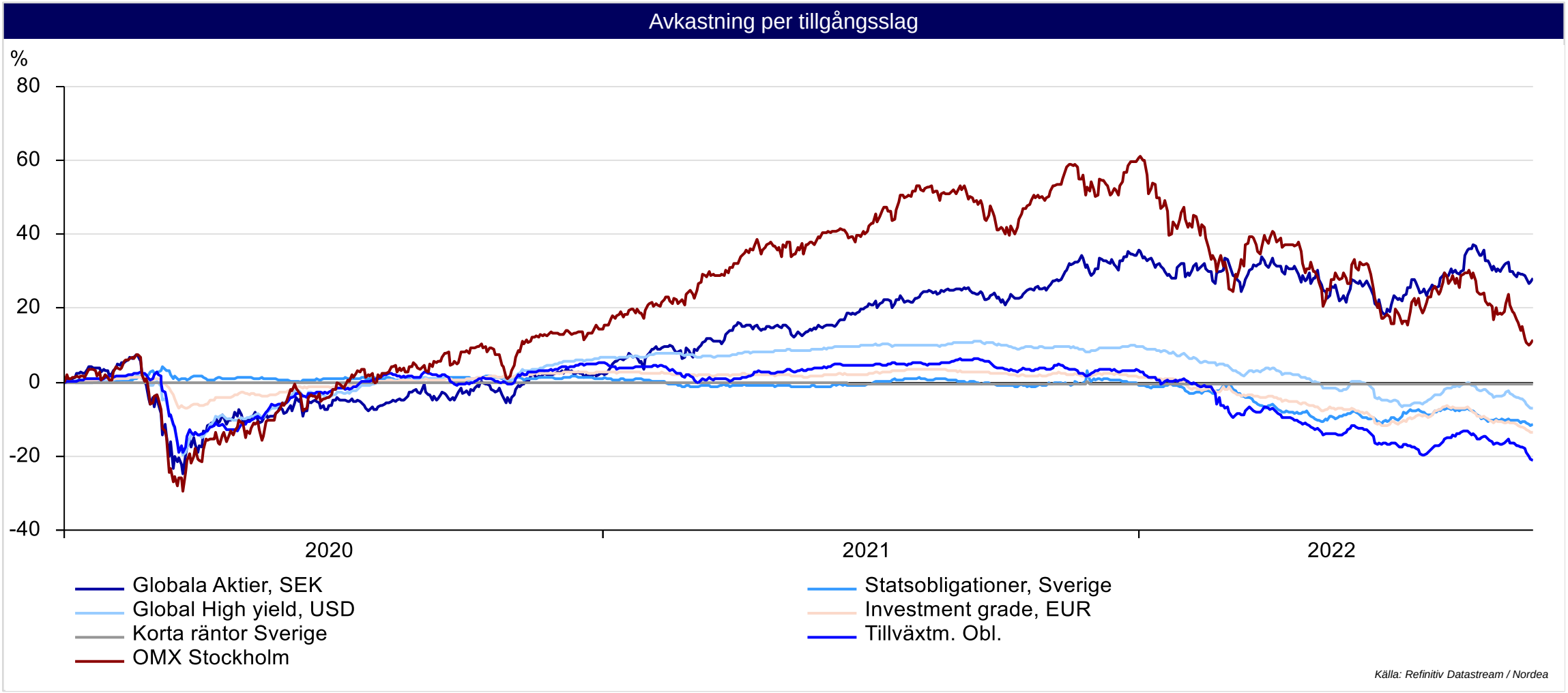
Sammanfattning | Förutsättningarna speglar osäkerheten



TILLGÅNGSSLAG	-			N			+	Kommentar
Aktier				■				
Långa räntor				■				
Korta räntor				■				
AKTIEREGIONER	-			N			+	
USA						■		
Europa			■					
Japan				■				
Tillväxtmarknader				■				
Danmark				■				
Finland				■				
Norge				■				
Sverige				■				
AKTIESEKTORER	-			N			+	
Verkstad				■				
Sällanköp				■				
Dagligvaror				■				
Hälsovård					■			
Finans				■				
IT				■				
Komm. tjänster			■					
Kraftförsörjning				■				
Energi				■				
Material				■				
Fastigheter				■				
RÄNTESLAG	-			N			+	
Statsobligationer			■	▒				
Investment Grade				▒	■			
High Yield				■				
Tillväxtmarknadsobl.				■				

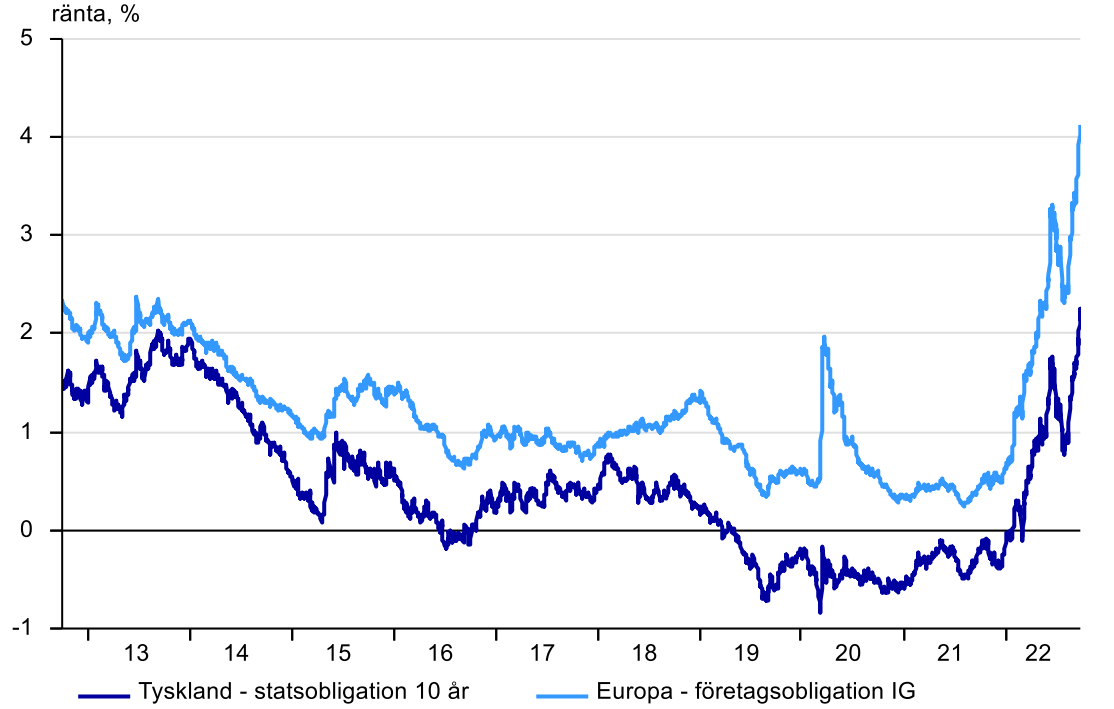
■ Nuvarande allokering ▒ Föregående allokering

Utveckling, Oktober 2022



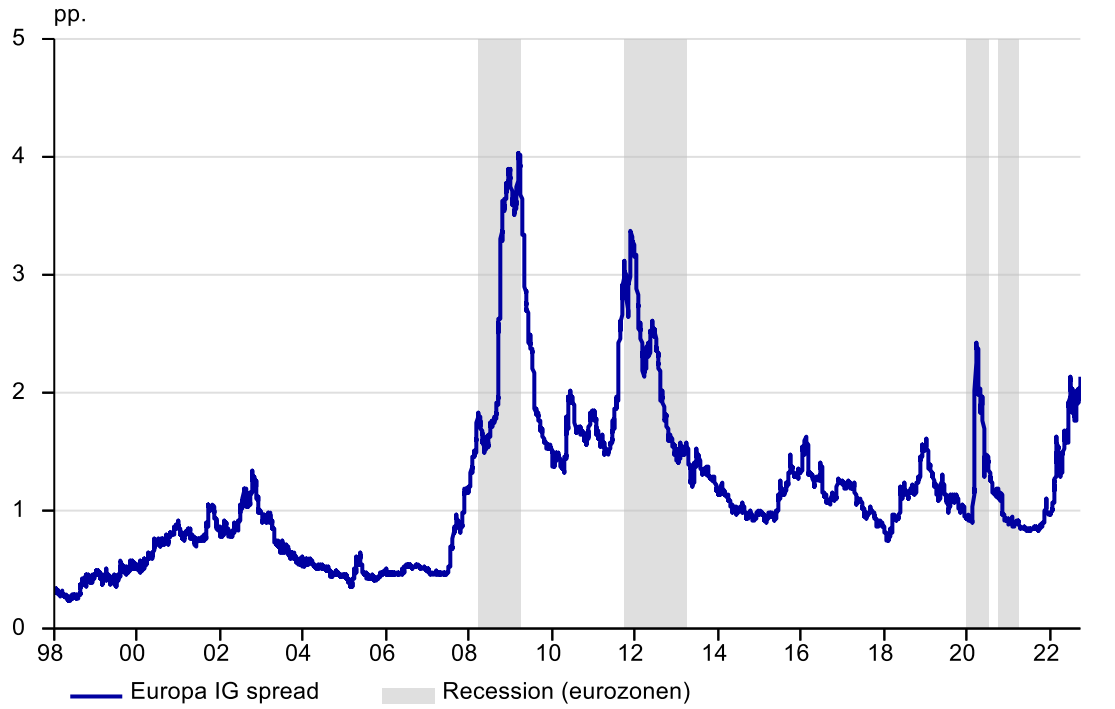
Företagsobligationsmarknaden erbjuder attraktiv avkastning

Avkastningen på historiskt höga nivåer



Källa: Refinitiv Datastream / Nordea

Räntespreaden endast högre under perioder med recession



Källa: Refinitiv Datastream / Nordea

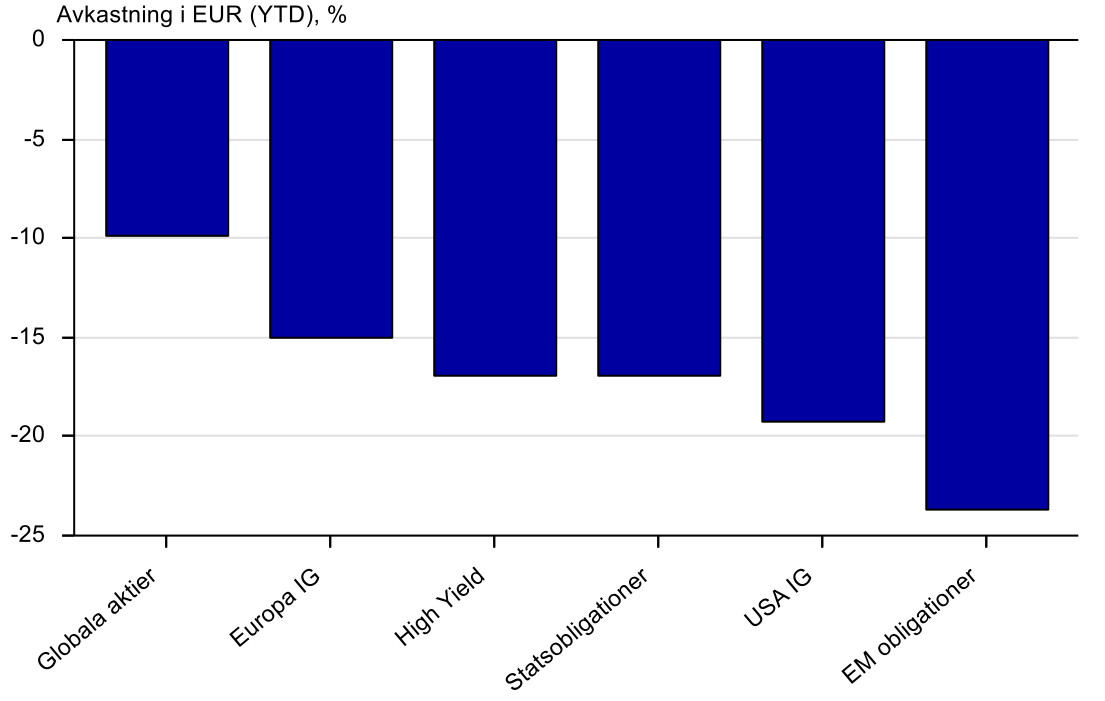
- Under året har avkastningen kommit upp och kreditspreadarna gått isär, och det har vägt tungt på marknadsutvecklingen.
- Blickar vi framåt, och för den långsiktige investeraren, vet vi att högre räntenivåer och ökade kreditspreadar förbättrar den framtida avkastningspotentialen.
- Osäkra utsikter men vi rekommenderar investerare öka exponeringen mot europeiska IG obligationer, där aktuell räntenivå också reflekterar risken.

Nordea

Open

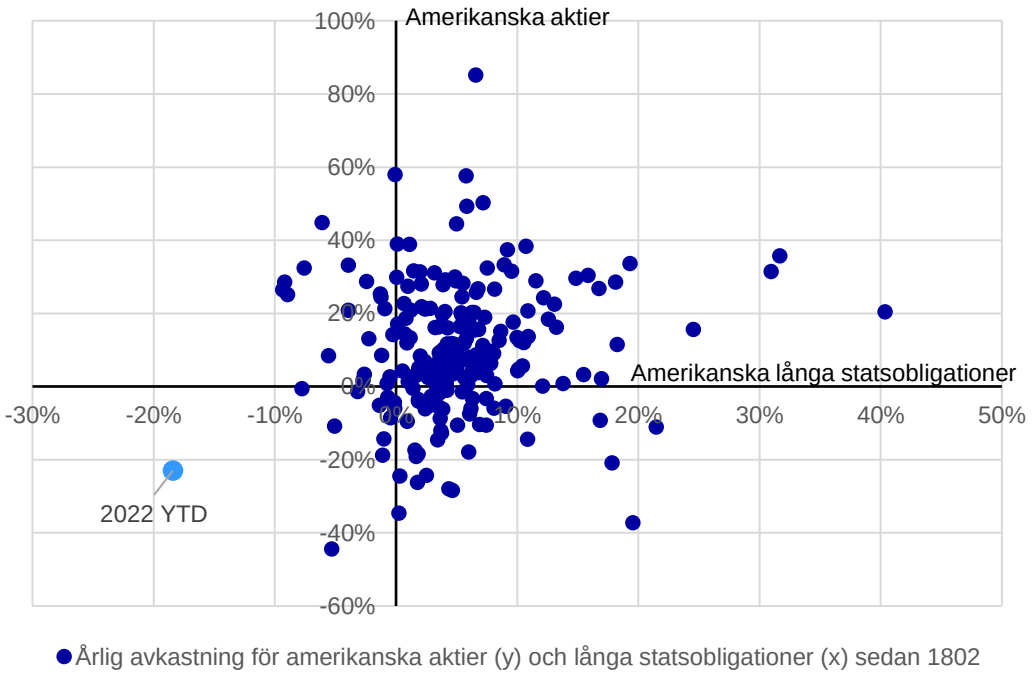
Portföljavkastningen under 2022 har varit svag där stigande räntor påverkat värderingen

Stora nedgångar både för aktier och obligationer…



Källa: Refinitiv Datastream / Nordea

...där stigande räntor sänkt obligationsmarknaden



Källa: Refinitiv Datastream / Siegel / Nordea

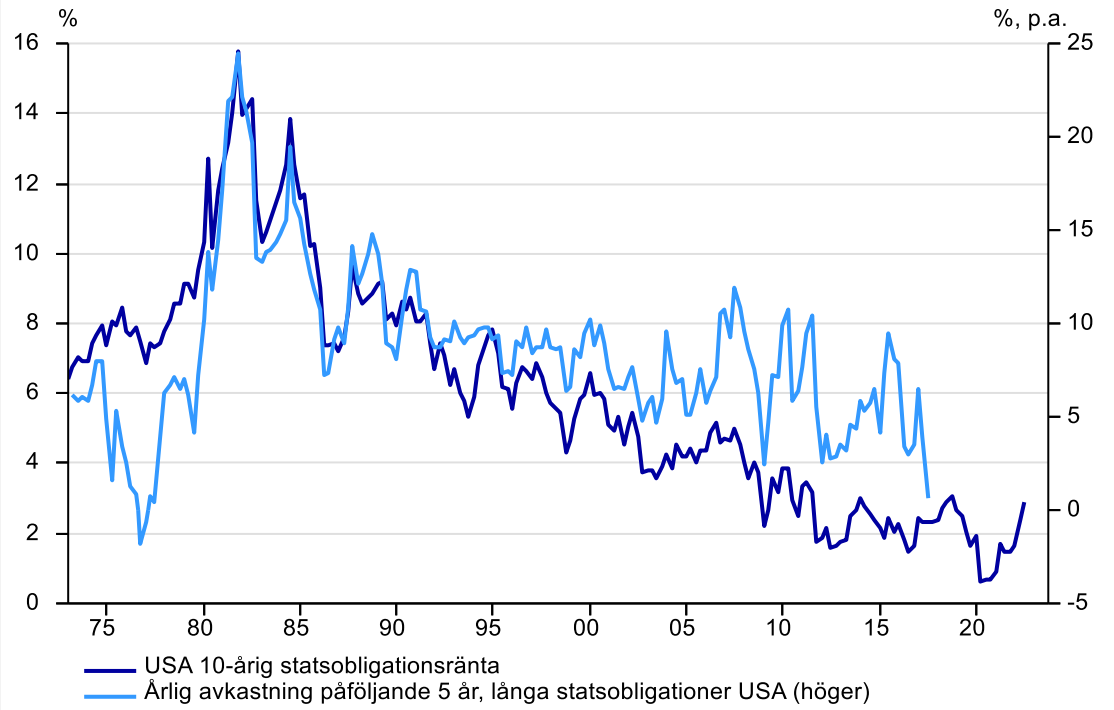
- I motsats till vad man kan tro har aktier presterat bättre än obligationer under 2022. Det är lätt att fästa blicken vid aktieindex med svag diversifiering.
- En olycklig aspekt med årets utveckling blir således att portföljer med lägre risk har presterat särskilt svagt.
- Den låga startpunkten på räntesidan, och den efterföljande ränteförändringen, har båda bidragit till den negativa utvecklingen i obligationsmarknaden.

Nordea

Open

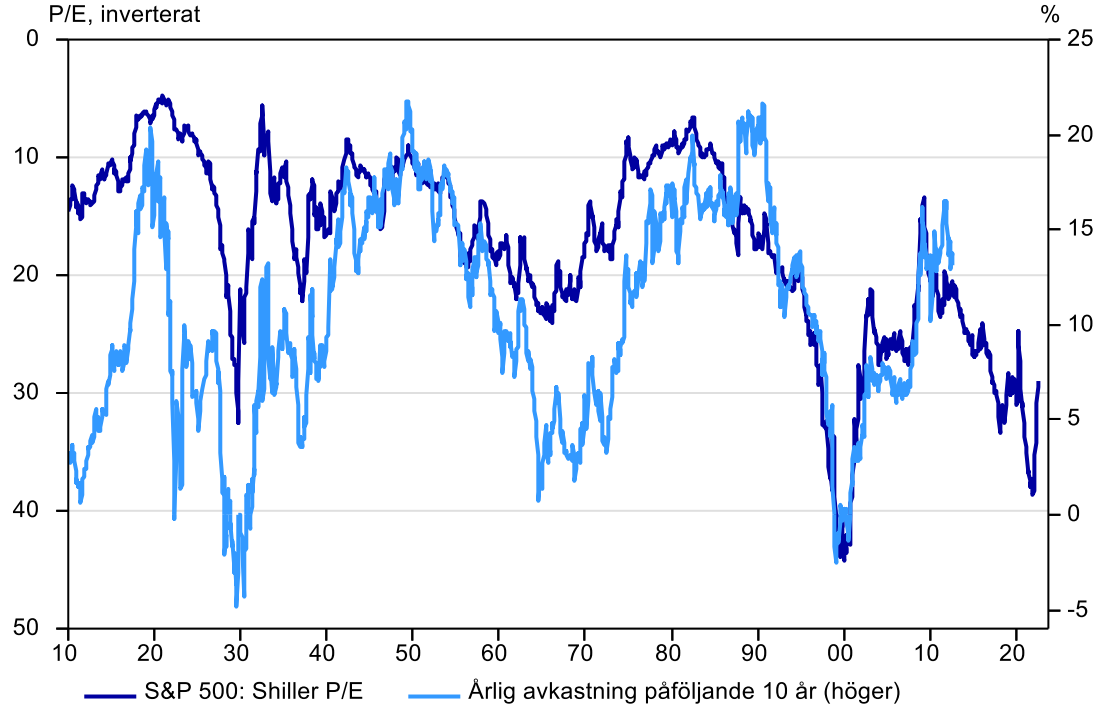
Fallande marknad påverkar den förväntade avkastningen i positiv riktning

Högre yield vid investering leder nästan alltid till högre förväntad avkastning



Källa: Refinitiv Datastream / Nordea

Låg värdering i aktiemarknaden leder också till högre förväntad avkastning



Källa: Refinitiv Datastream / Nordea

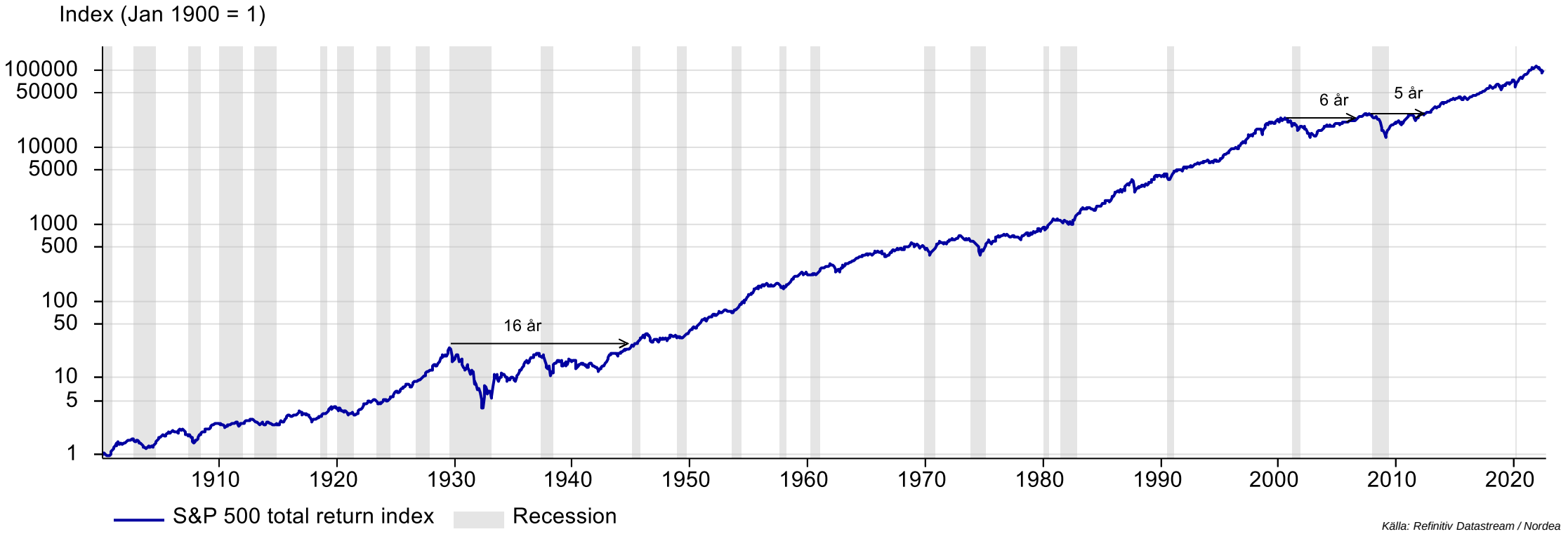
- Över tid så tenderar låg värdering i aktiemarknaden, och högre yield-nivåer i obligationsmarknaden, att resultera i högre förväntad avkastning.
- Obligationsräntan vid investeringstillfället är viktig. Motsvarar ofta avkastningen om obligationen hålls till förfall, med viss variation från återinvesteringar.
- Även om sambandet är svagare så resulterar fallande multiplar, lägre värdering i aktiemarknaden, också i högre förväntad avkastning.

Nordea

Open

Om utdelningarna återinvesteras brukar marknaden återhämta sig inom några år

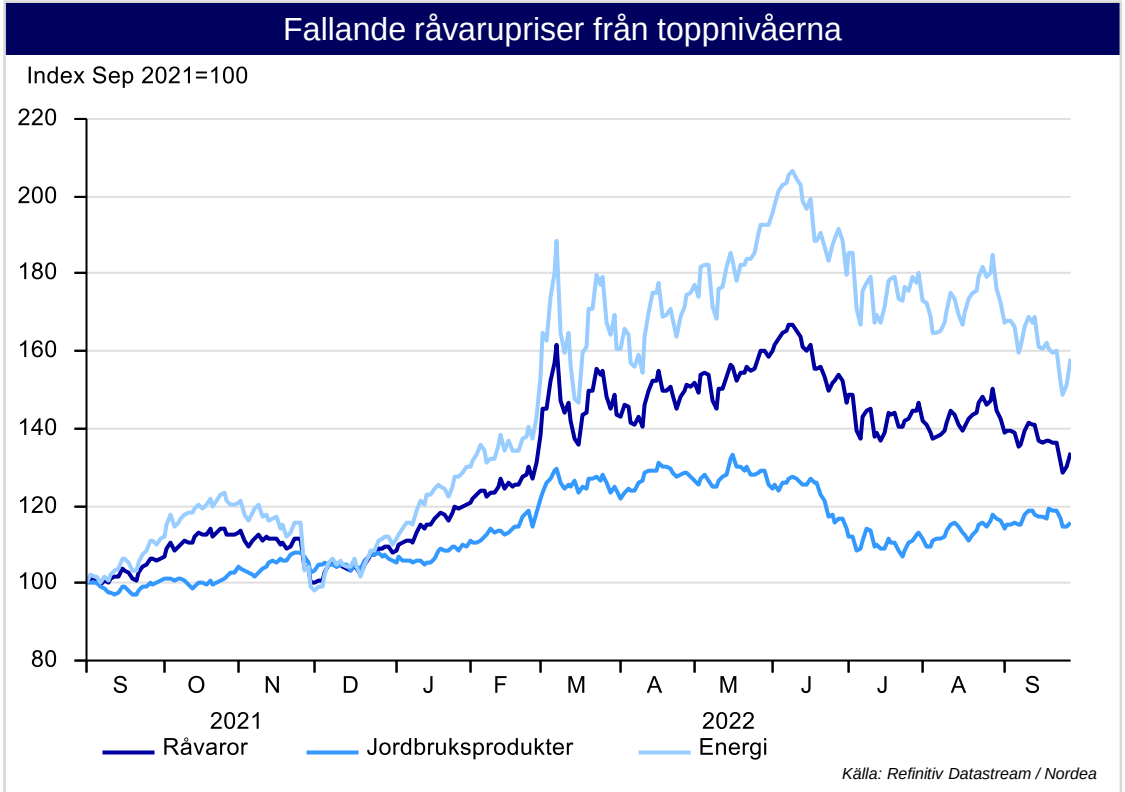
Historiskt finns det exempel där återhämtningen tar längre tid, men de är få och präglas ofta av extrem finansiell stress

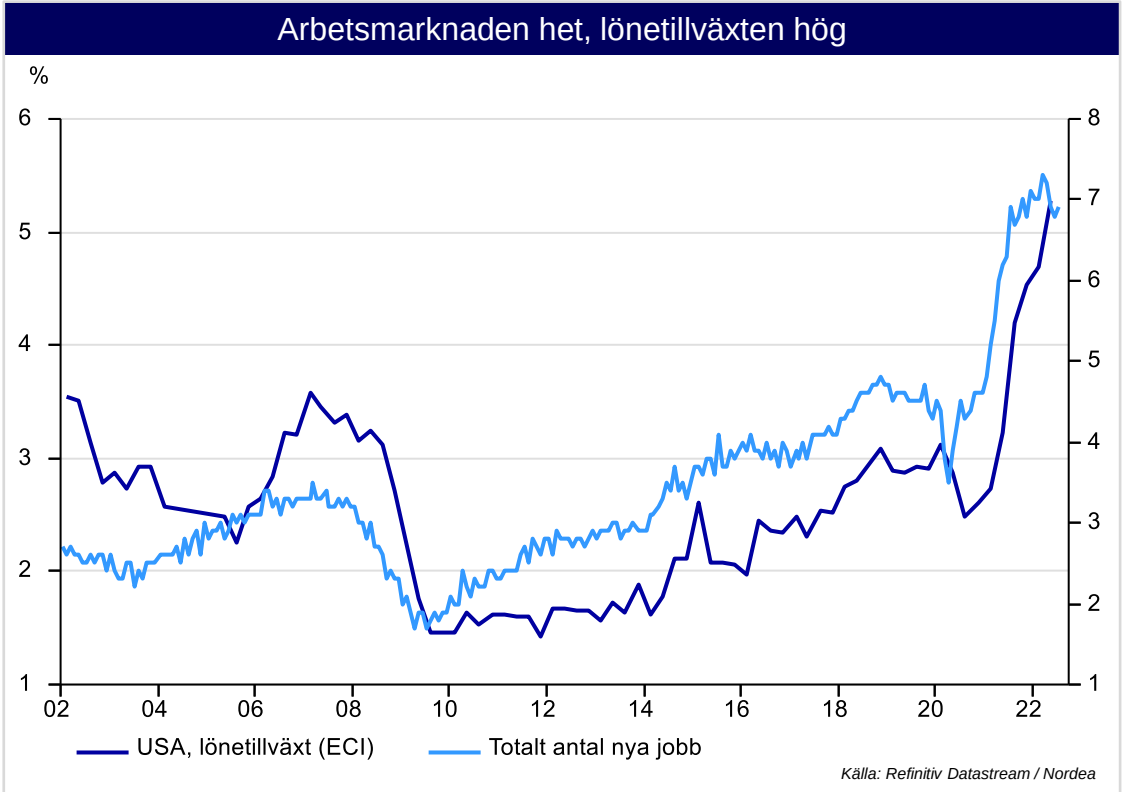


Källa: Refinitiv Datastream / Nordea

- Historiskt har aktiemarknaden återhämtat nedgången inom några år, även under 1970-talet. Detta under förutsättning att utdelningarna återinvesteras.
- Det finns exempel där återhämtningen blir mer utdragen, och där är extrem finansiella stress ofta en gemensam nämnare.

Inflationen i USA kommer att dämpas, men lönetillväxten fortfarande för hög





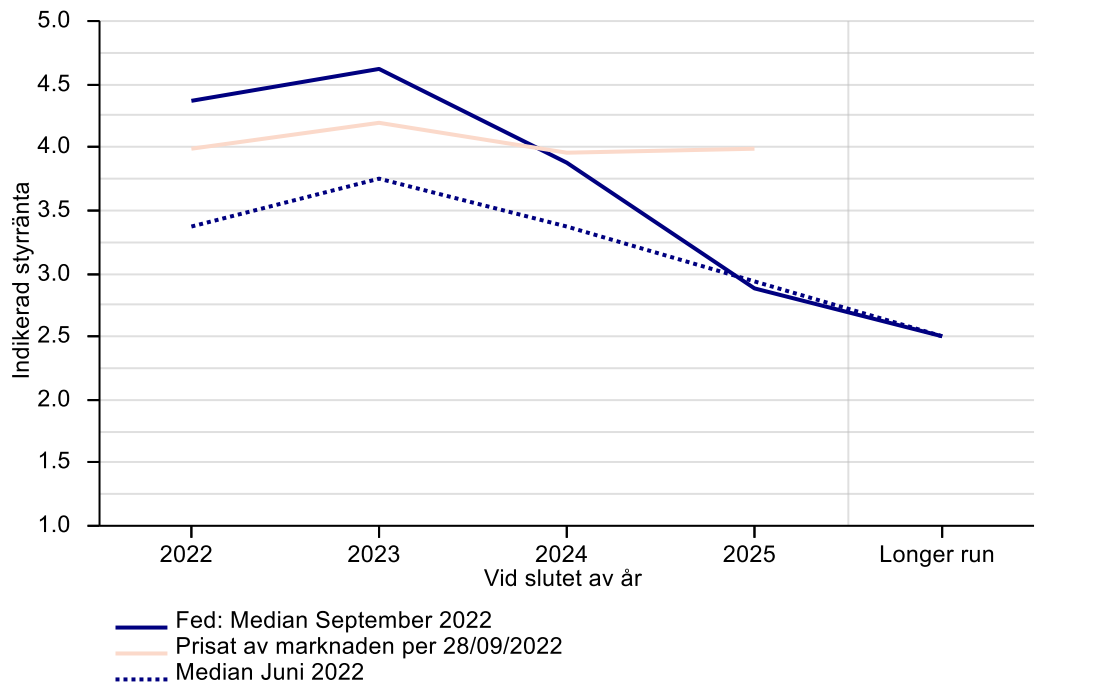
- Fallande råvarupriser, minskade fraktkostnader och minskade problem på utbudssidan. Det mesta pekar i riktningen mot lägre amerikansk inflation framöver.
- En fortsatt het amerikansk arbetsmarknad som fört med sig kraftiga löneökningar. Lönenivåer som inte förenliga med ett inflationsmål på 2 %.
- För att nå inflationsmålet krävs en arbetsmarknad i balans, där lönetillväxten faller tillbaka till mer normala nivåer.

Nordea

Open

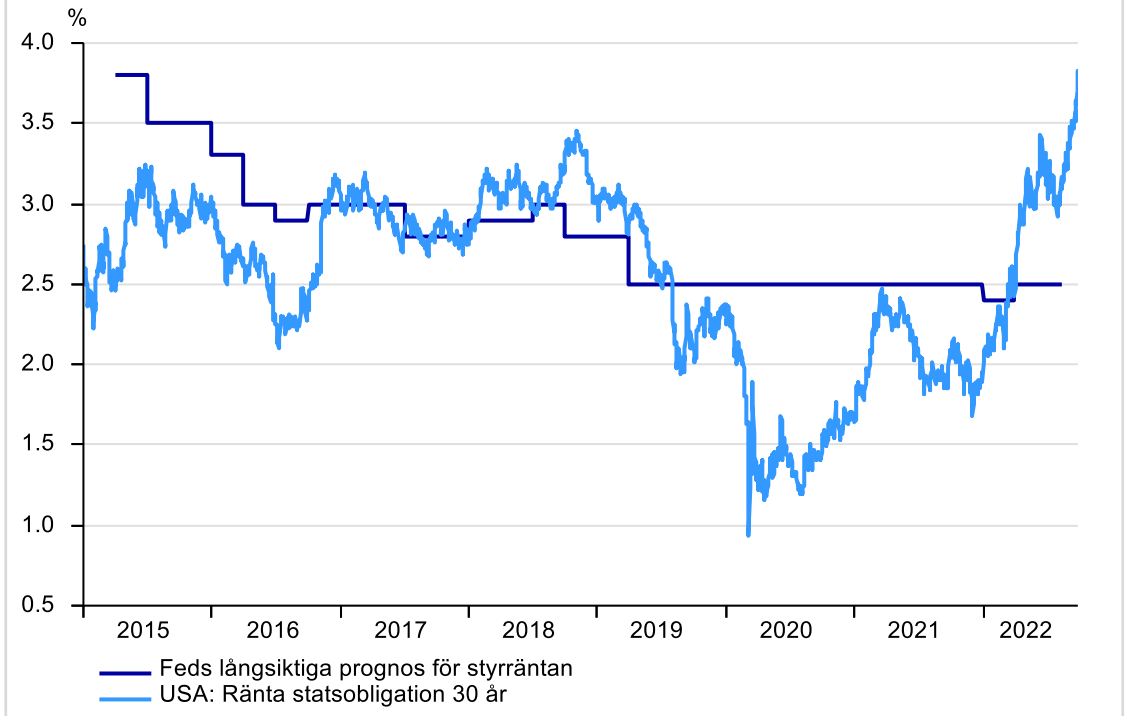
Styrräntorna nu på åtstramande nivåer

Period med aggressiva höjningar av styrräntan



Källa: Refinitiv Datastream / Nordea

Penningpolitiken nu åtstramande för ekonomin



Källa: Refinitiv Datastream / Nordea

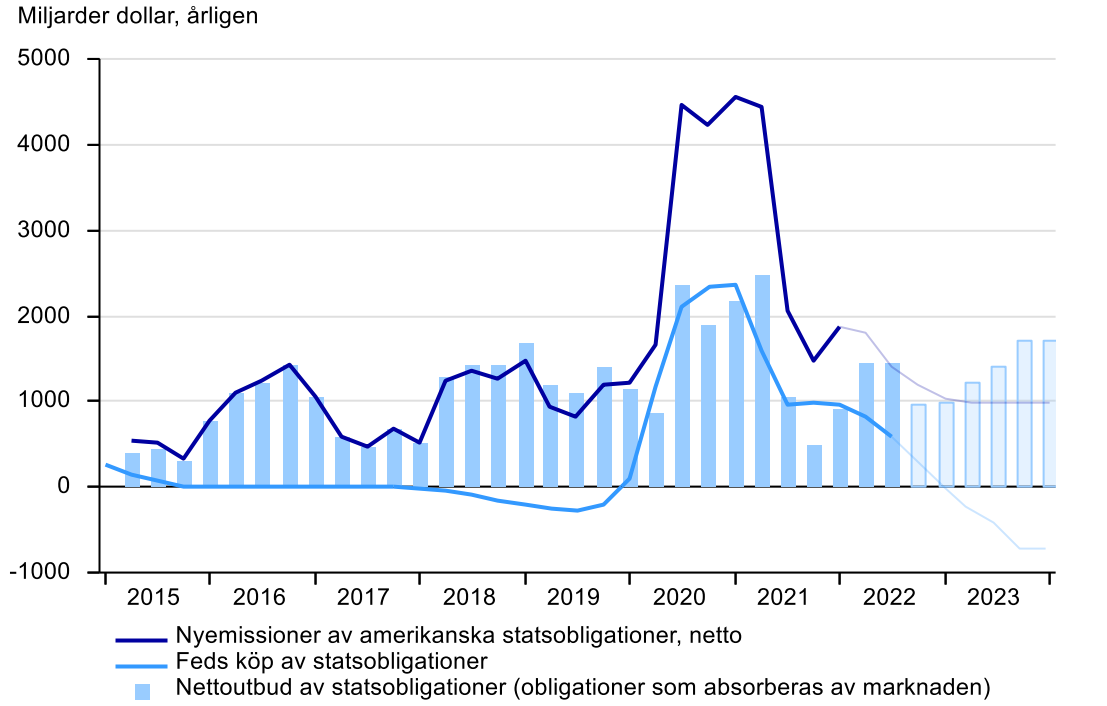
- Sett till inflationen var Fed sena med att höja styrräntan. Möjligheten för fler överraskningar minskar eftersom Fed redan höjt stort samt reviderat prognosen.
- Realräntan högre än vid toppen från senaste räntehöjningscykeln. Över estimaten för neutral räntenivå och troligen också på en åtstramande nivå.
- Vi närmar oss sannolikt toppen på denna cykel, men Fed förväntas bibehålla en hökaktig inställning till dess att trycket på arbetsmarknaden lättat.

Nordea

Open

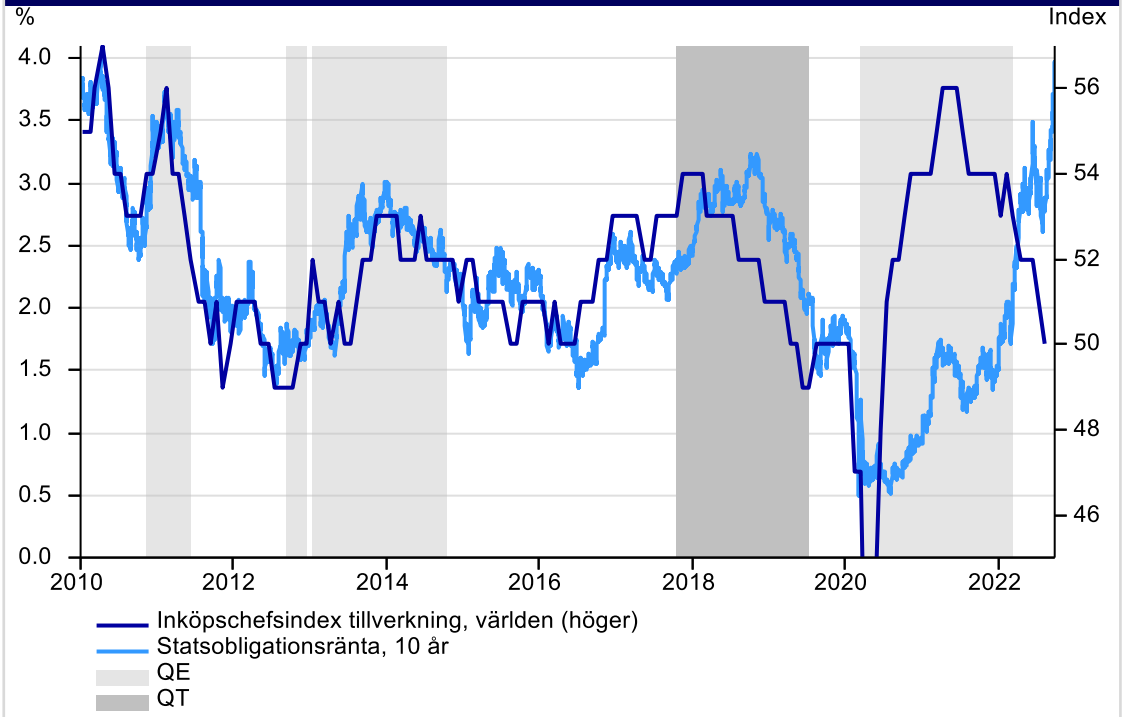
Fed minskar balansräkningen samtidigt som emissionsbehovet minskar

Lägre budgetunderskott reducerar effekten av quantitative tightening



Källa: Refinitiv Datastream / Nordea

Marknadsräntorna påverkas inte bara av Feds agerande



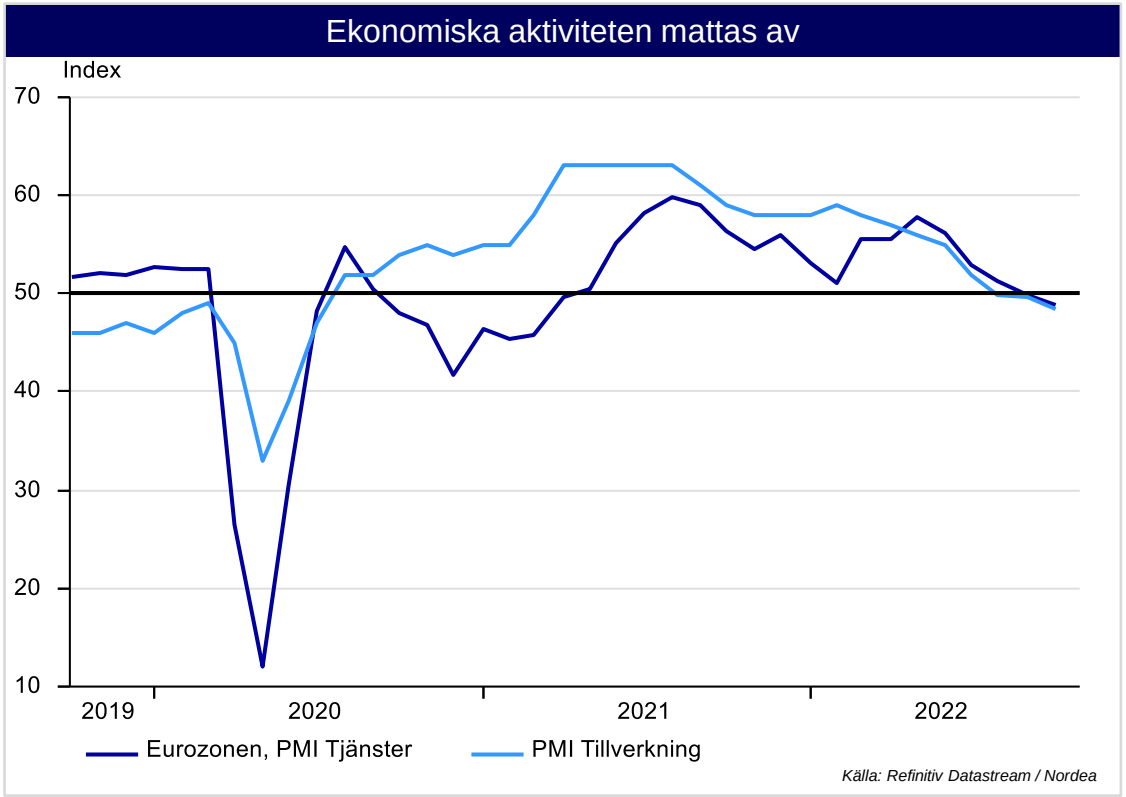
Källa: Refinitiv Datastream / Nordea

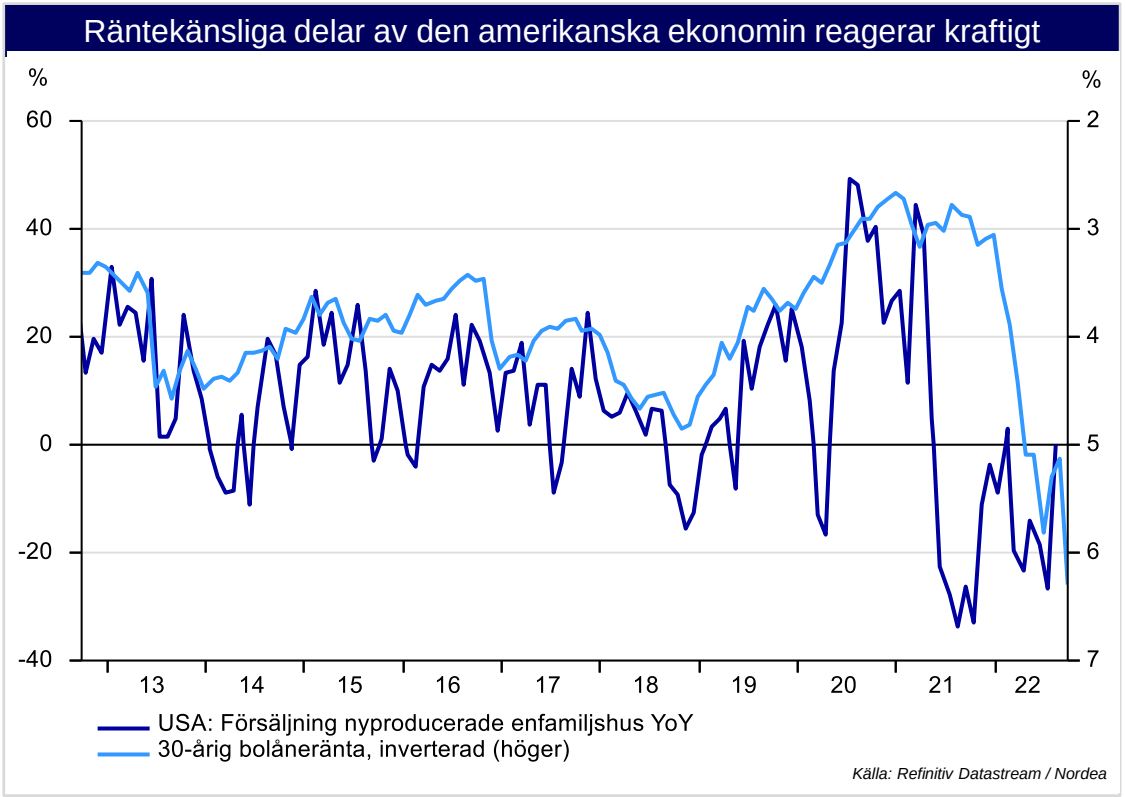
- Fed kommer reducera innehavet av statsobligationer med 60 miljoner dollar per månad f o m september, detta samtidigt som utbudet minskar.
- Mängden obligationer som måste hanteras av marknaden kommer återgå till mer normala nivåer. Inverkan på marknadsräntorna spås bli begränsad.
- Historiskt är effekten från Feds agerande på obligationsmarknaden försumbar. Konjunkturutvecklingen är av större vikt.

Nordea

Open

I takt med att räntorna stiger mattas den ekonomiska aktiviteten av





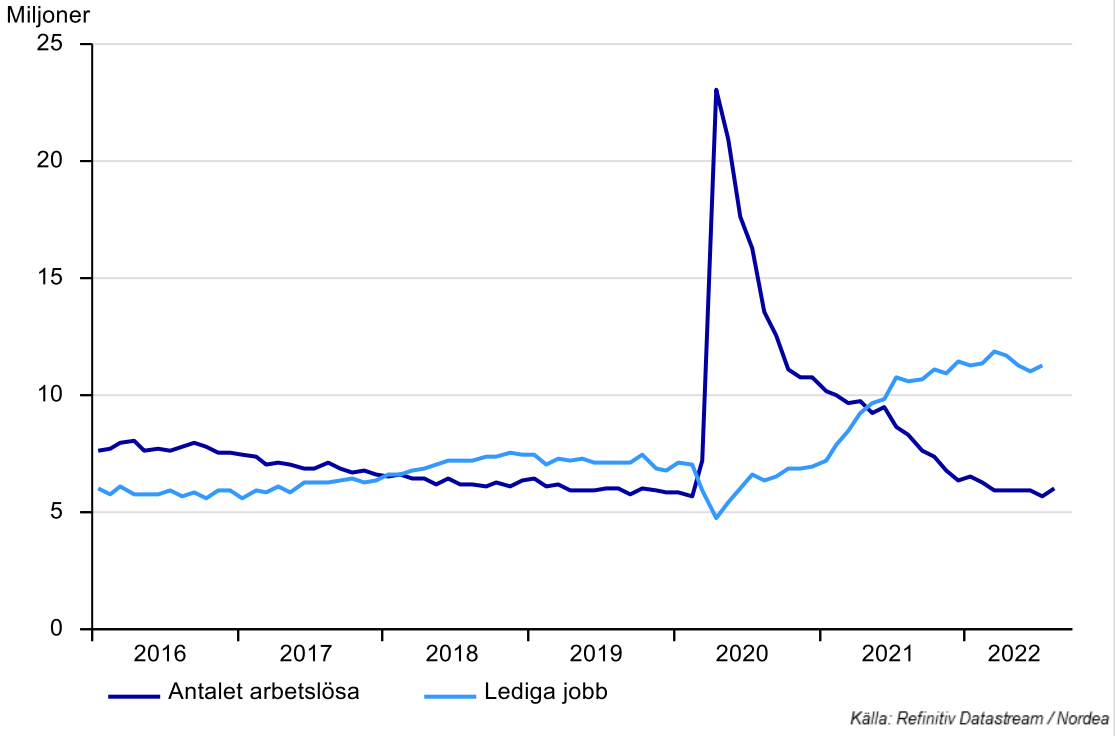
- En försämring av de ekonomiska villkoren, hög inflation, utbudsproblem och ökad osäkerhet, pekar alla i riktningen mot lägre tillväxt.
- Europa i synnerhet kommer påverkas av höga energikostnader som i sin tur påverkar aktiviteten hos både företag och hushåll.
- ECB kommer prioritera att stävja den nuvarande inflationsutvecklingen, men visst stöd i form av fortsatt positiv finanspolitik.

Nordea

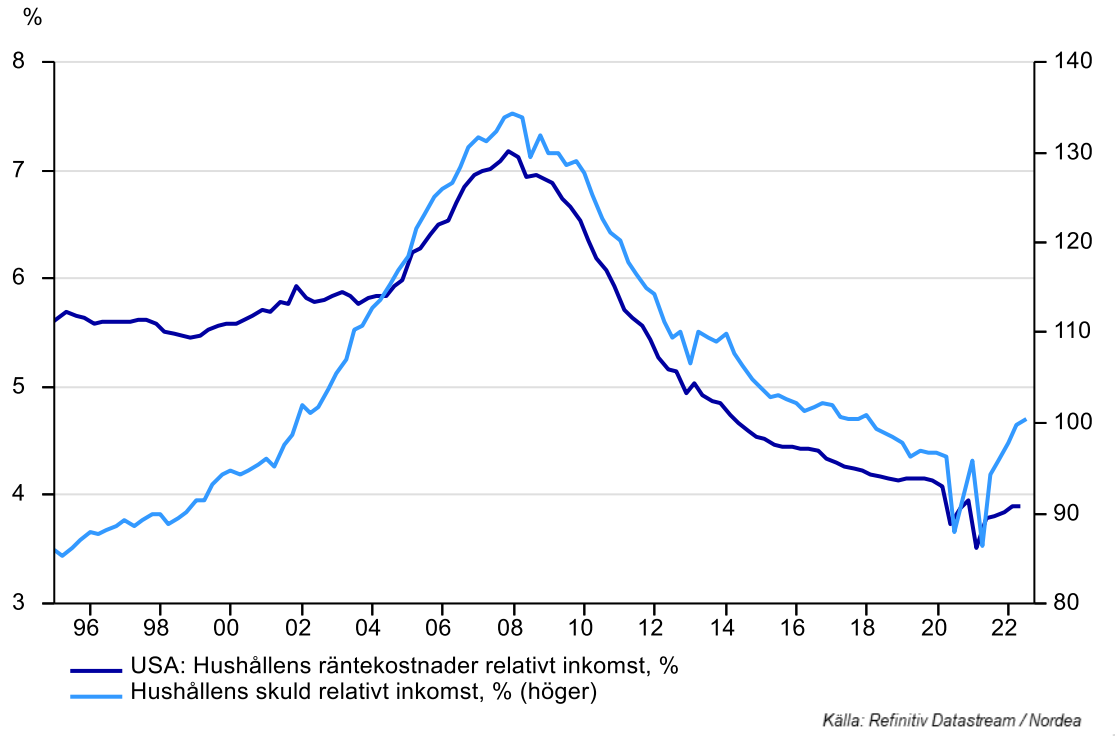
Open

Fundamenta pekar i riktningen mot en måttlig inbromsning i USA

Antal lediga jobb bör falla tillbaka mer innan det gör avtryck i arbetslösheten



Hushållen kan hantera högre räntor givet den låga skuldsättningen



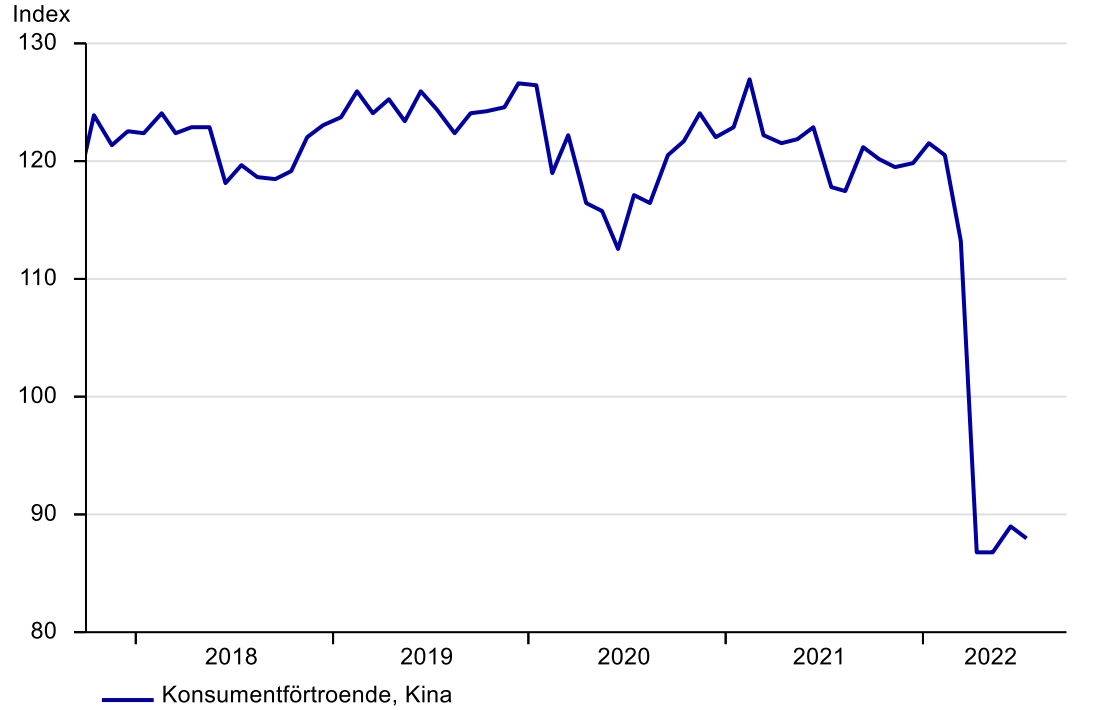
- I det korta till medellånga perspektivet pekar hushållens och företagens finansiella situation mot att en kommande recession skulle bli av det mildare slaget.
- Dämpad tillväxt leder till lägre efterfrågan på arbetskraft. Detta kommer i sin tur resultera i färre lediga jobb och en arbetslöshet som förväntas stiga något.
- En kraftigare inbromsning kommer även leda till att inflationen faller tillbaka snabbare, och en sådan utveckling ökar spelrummet för centralbankerna.

Nordea

Open

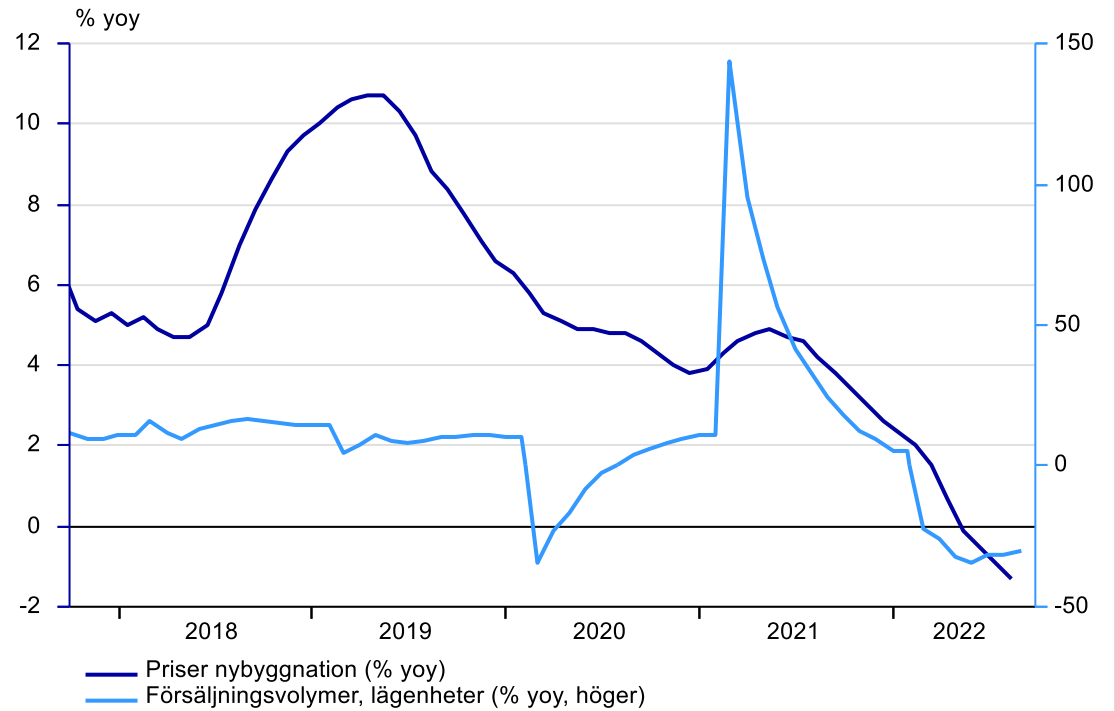
Kina | Motvind inom flera områden skapar osäkerhet kring framtiden

Konsumentförtroendet har kollapsat



Källa: Refinitiv Datastream / Nordea

Fastighetsmarknaden har svalnat ordentligt och priserna faller



Källa: Refinitiv Datastream / Nordea

- Nolltoleransen mot Covid-19 och utmaningar i fastighetssektorn begränsar de ekonomiska utsikterna. Lägenhetsförsäljning har minskat 30 % i år.
- Kinesiska företag börsnoterade i New York riskerar att avnoteras om inte redovisningsproblematiken löser sig. Framsteg har gjorts men mycket återstår.
- I värsta fall skulle den spända situationen med Taiwan kunna eskalera, men den risken bör inte ses som stor i det korta till medellånga perspektivet.

Nordea

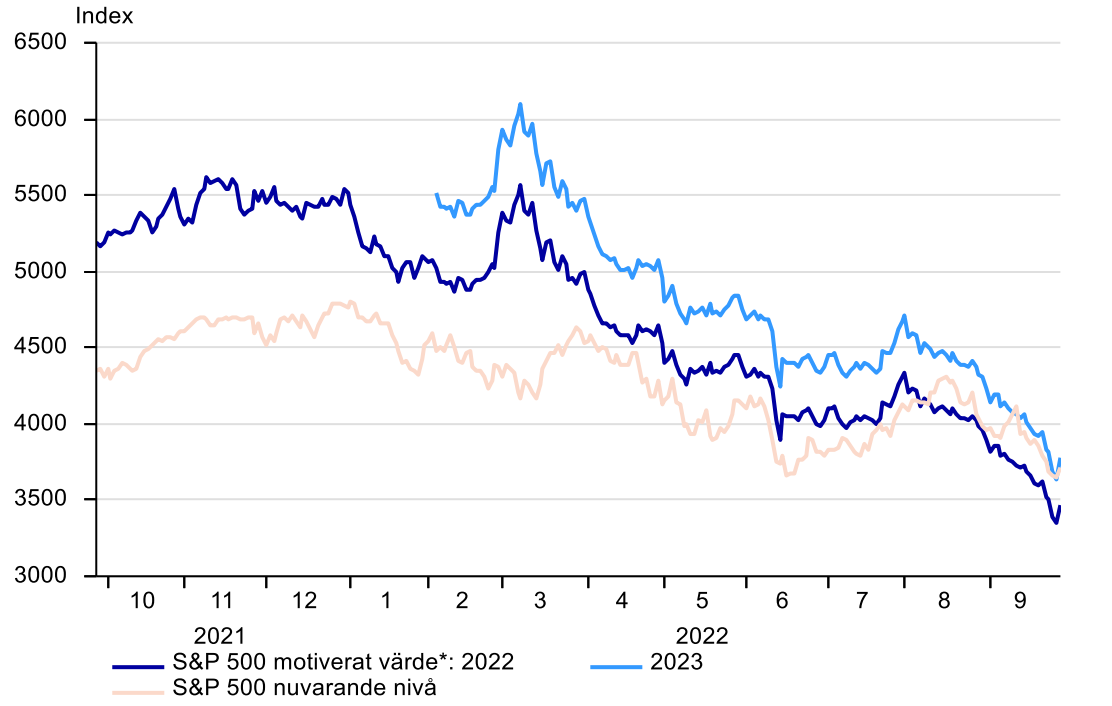
Open

Den relativa värderingen mellan aktier och obligationer har gått isär

Stigande realränta har gått hand i hand med aktiers vinstavkastning

Källa: Refinitiv Datastream / Nordea

Fundamentala modeller indikerar negativa utsikter för aktier, åtminstone i år



Källa: Refinitiv Datastream / Nordea

- Stigande räntor har höjt avkastningsförväntningarna på andra tillgångsklasser. För aktier har detta inneburit lägre värdering (lägre värdering = högre vinstavk.)
- I augusti gick vinstavkastning och räntor isär. Divergensen kan förklaras av en god rapportperiod men vi ser att värderingen redan rör sig närmare igen.
- Vid nuvarande nivåer är den kortsiktiga risken på nedsidan, men i det långa perspektivet ser aktier fortsatt attraktiva ut.

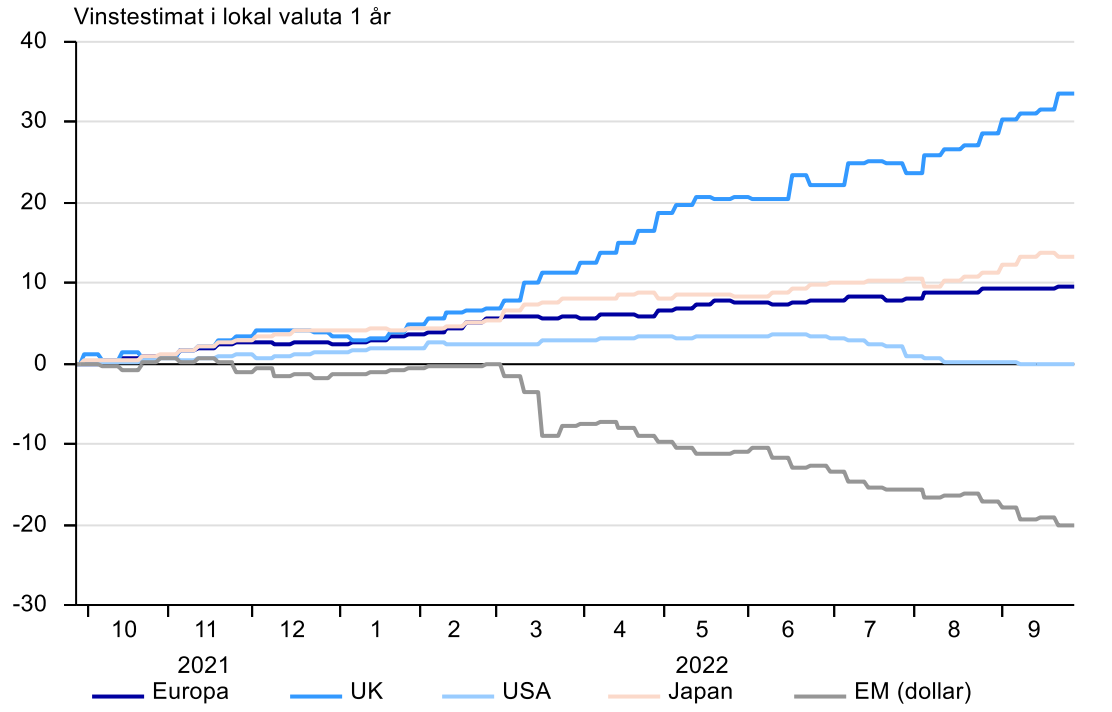
*S&P fair value is calculated with 5Y average real risk premium, (2021 and) 22 consensus EPS and current 10Y TIPS yield
*Fair-value P/E is historical average risk premium (5 pp.) plus 5Y average of the 10Y TIPS yield

Nordea

Open

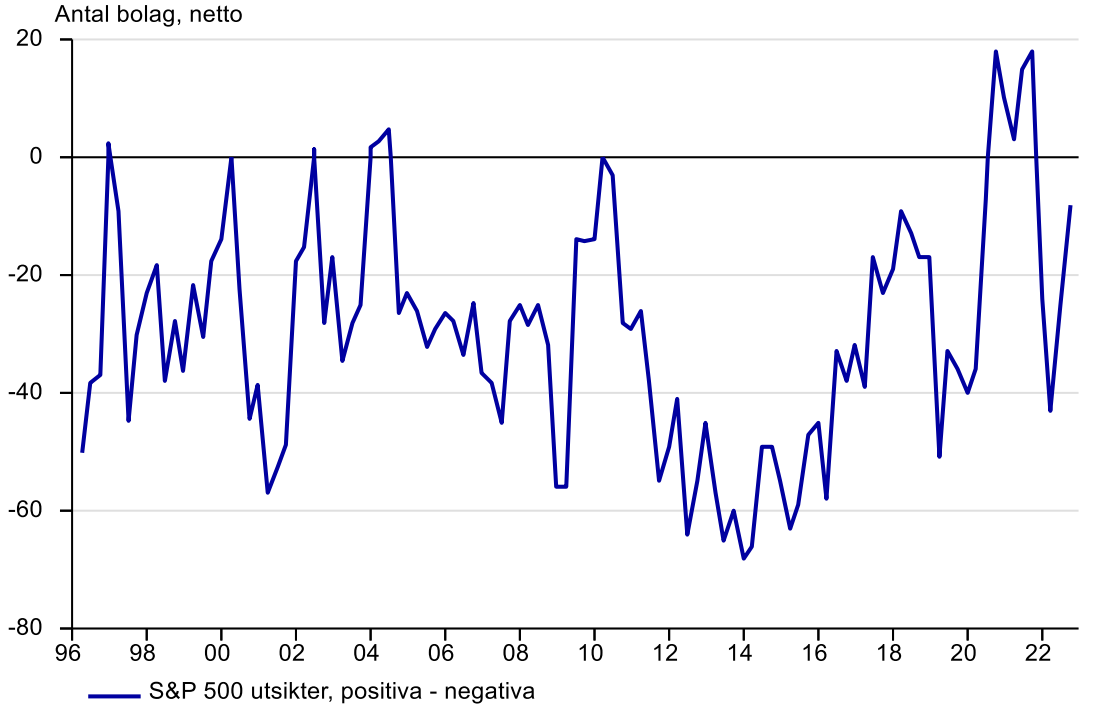
Revideringen av vinstestimaten kan redan ha gått för långt

Uppgången för vinstestimaten visar tecken på att mattas av…



Källa: Refinitiv Datastream / Nordea

…men de negativa utsiktsrevideringarna ser ut att minska



Källa: Refinitiv Datastream / Nordea

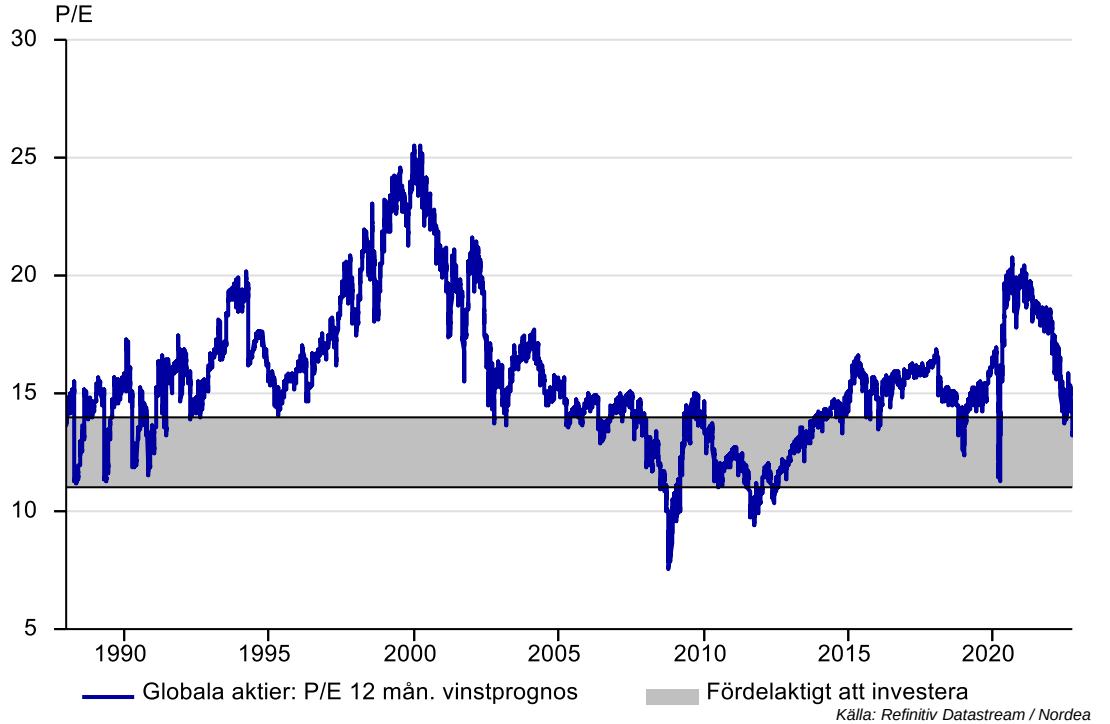
- Positiv vinstutveckling har varit en medvind för aktiemarknaden, men den positiva utvecklingen kommer normaliseras framöver.
- De rapporterade utsikterna har återhämtat sig från låga nivåer vilket indikerar att den negativa estimatrevideringen redan kan ha gått för långt.
- Blickar vi framåt finns fortsatt oro för ytterligare negativ revidering, men konservativa förväntningar begränsar sannolikt nedsidan.

Nordea

Open

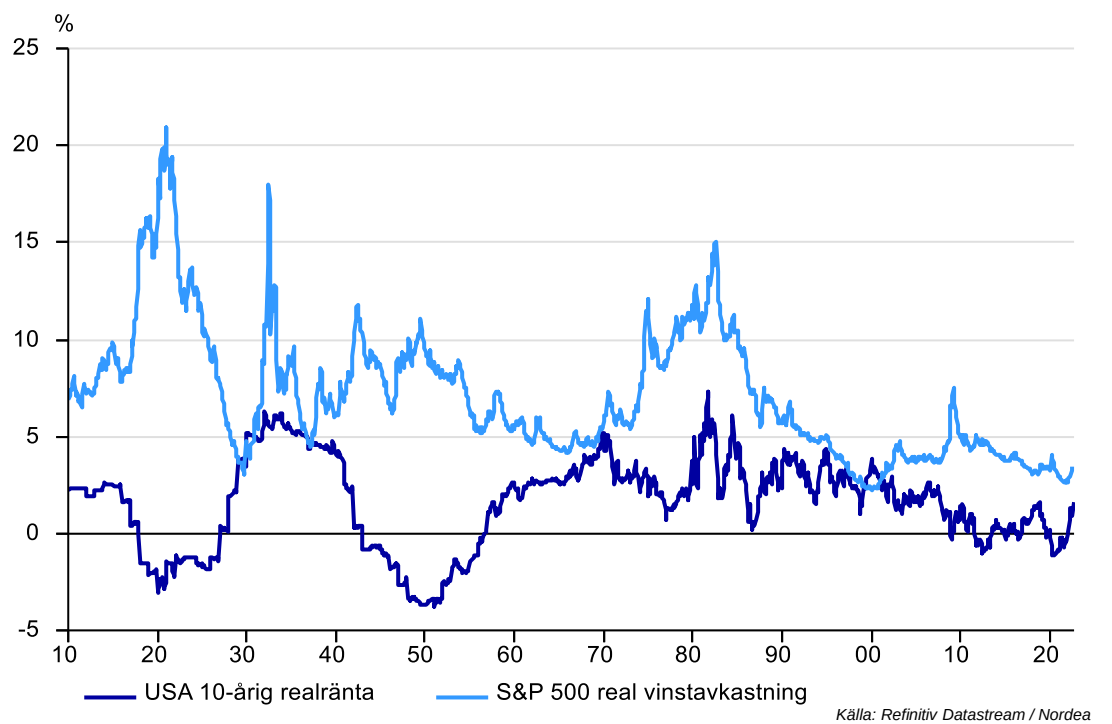
Lägre värdering ger högre förväntad avkastning

Globala aktier är tillbaka i stödområdet



Källa: Refinitiv Datastream / Nordea

Aktiers relativa värdering får anses som normal



Källa: Refinitiv Datastream / Nordea

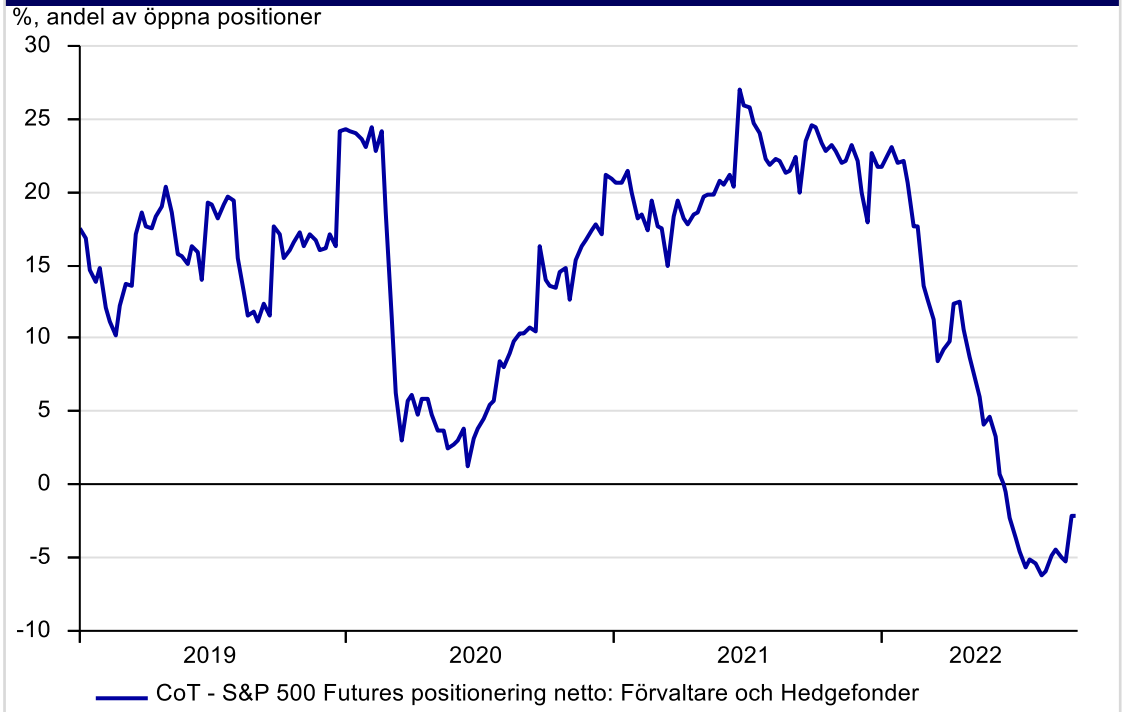
- Globalt sett handlades aktiemarknaden på värderingsnivåer där det, bortsett från finanskrisen, varit historiskt fördelaktigt att investera på lång sikt.
- Men spannet för stödnivån är brett och huruvida vi kommer röra oss närmre botten avgörs av utsikterna för makro och penningpolitik.
- Jämfört med historisk värdering, relativt obligationer, ser aktier fortsatt attraktivt värderade ut. Stöd från obligationsmarknaden vid ett mer negativt scenario.

Nordea

Open

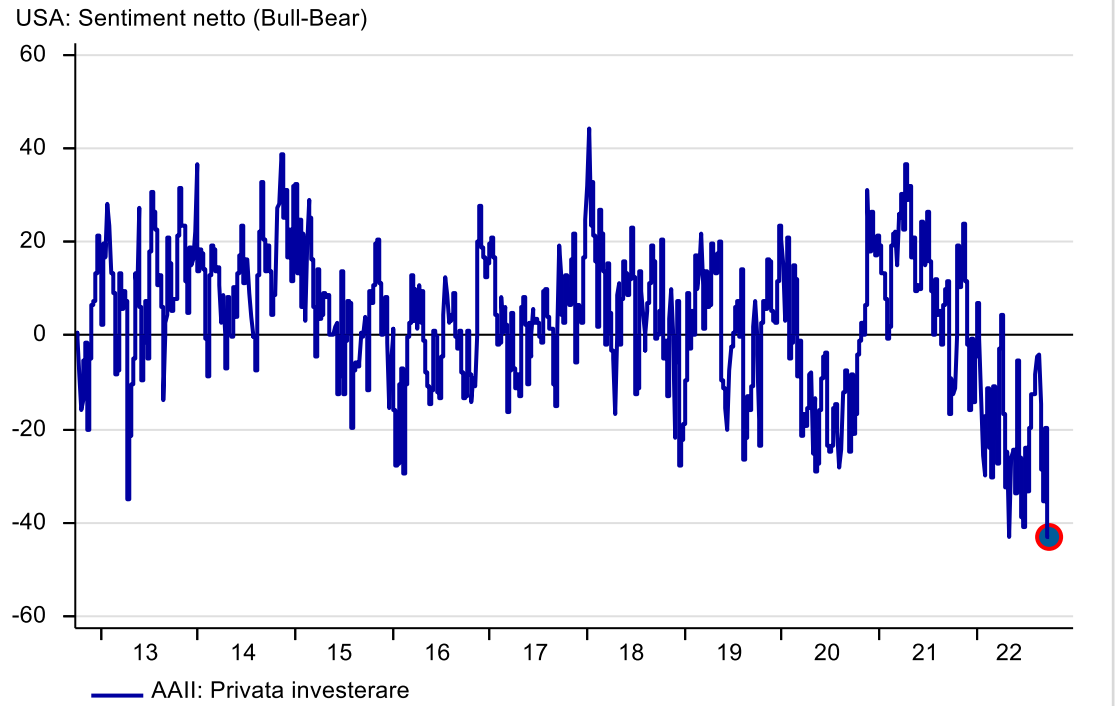
Tillsammans med marknaden har sentimentet utvecklats negativt

Osäkra utsikter och institutionella investerare tar lite risk



Källa: Refinitiv Datastream / Nordea

Sentimentet tillbaka på bottennivåer



Källa: Refinitiv Datastream / Nordea

- Marknaden präglas ofta av utbredd pessimism när aktiemarknaden faller, och i år har sentimentet fallit över en klippkant.
- I takt med att marknaden återhämtade sig under sommaren förbättrades sentimentet. När marknaden faller tillbaka gör sentimentet detsamma.
- Institutionella investerare tar på sig mindre risk än vanligt genom att hålla hög kassa och låg exponering mot aktier. Volatilitet kommer vara hög framöver.

Nordea

Open

Politik kvar på agendan

Europa

- Högerpartiet Italienska Bröderna vann det italienska valet. Partiet har diskuterat möjligheten att dra tillbaka vissa reformer gjorda med EU, men ECBs Transmission Protection Instrument kan sätta stop för detta.
- Stigande energipriser har gjort att flera regeringar inför stödpaket och skydd för konsumenter. Nackdelen blir att lättnader kan bidra till mer inflation.

Kriget i Ukraina

- Kriget i Ukraina har fört med sig ökad volatilitet. Successivt avtar osäkerheten och effekterna av kriget prisas in.
- Senaste utvecklingen kring Nord Stream och kommunikationen mellan Ryssland och USA visar att konflikten kan tynga sentimentet ytterligare. Skulle vi däremot se en lösning kan riskfyllda tillgångar få ordentligt stöd.

USA

- Under hösten är det mellanårsval i USA. Sittande president har lågt förtroende i opinionsundersökningarna.
- Stödet för demokraterna minskar när drivmedels- och matpriser stiger, bostadsmarknaden försvagas, tillväxtutsikterna skruvas ned, och förutsättningarna för laglig abort försämras.

Nordea

Open

Flera viktiga politiska händelser kommande månad

Marknaden förväntar sig förändring i samband med Kinas politiska kongress

- Den 20e kongressen för Kinas kommunistiska parti inleds den 16e oktober, och besluten som tas kommer sannolikt få konsekvenser för marknaden.
- Xi Jinping kommer med största sannolikhet röstas fram för en tredje mandatperiod. Det är däremot mer osäkerhet kring andra viktiga roller och vilka som väljs kommer antyda vilken sorts politik som kommer drivas samt hur stort inflytande Xi har.
- Investerare har förhoppningar om att ledningen kommer lägga mer fokus på ekonomisk tillväxt. Detta skulle exempelvis kunna innebära lättare Corona-restriktioner eller stödpaket för fastighetssektorn.

Brasiliens val är viktigt för den inhemska marknaden

- Valet i Brasiliens hålls den 2a och 30e oktober. På sistone har Jair Bolsonaro ökat i opinionsundersökningarna men tidigare president Luiz Inácio Lula da Silva leder fortfarande.
- Historiskt sett brukar marknaden reagera kraftigt på valresultatet. Denna gång finns även risk för statskupp om Bolsonaro förlorar.
- Vänsterpolitikern Lula skulle öka statens samhällsroll och satsa på arbetarklassen, finansierat genom djupare budgetunderskott. Ett blandat budskap från ett marknadsperspektiv.
- Bolsonaros fortsatta styre skulle innebära mer privatisering och ekonomiskt stimulerande åtgärder. Med det sagt har marknaden tappat aptiten för Bolsonaros ledarstil.

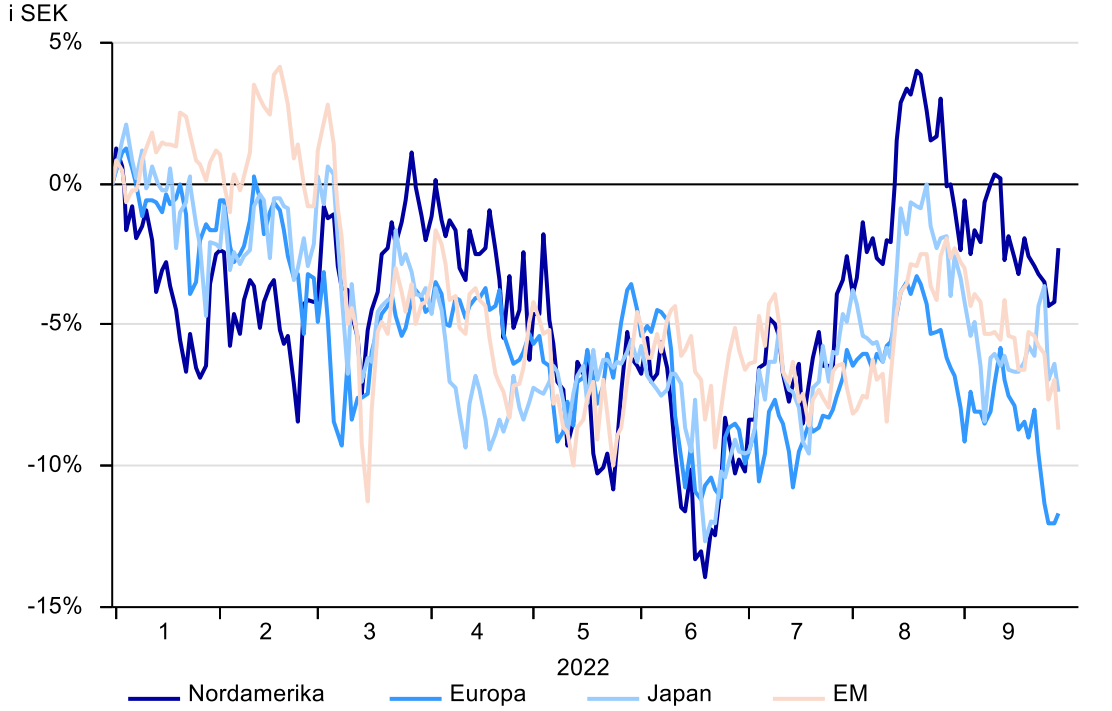
Källa: Refinitiv Datastream / Nordea

Nordea

Open

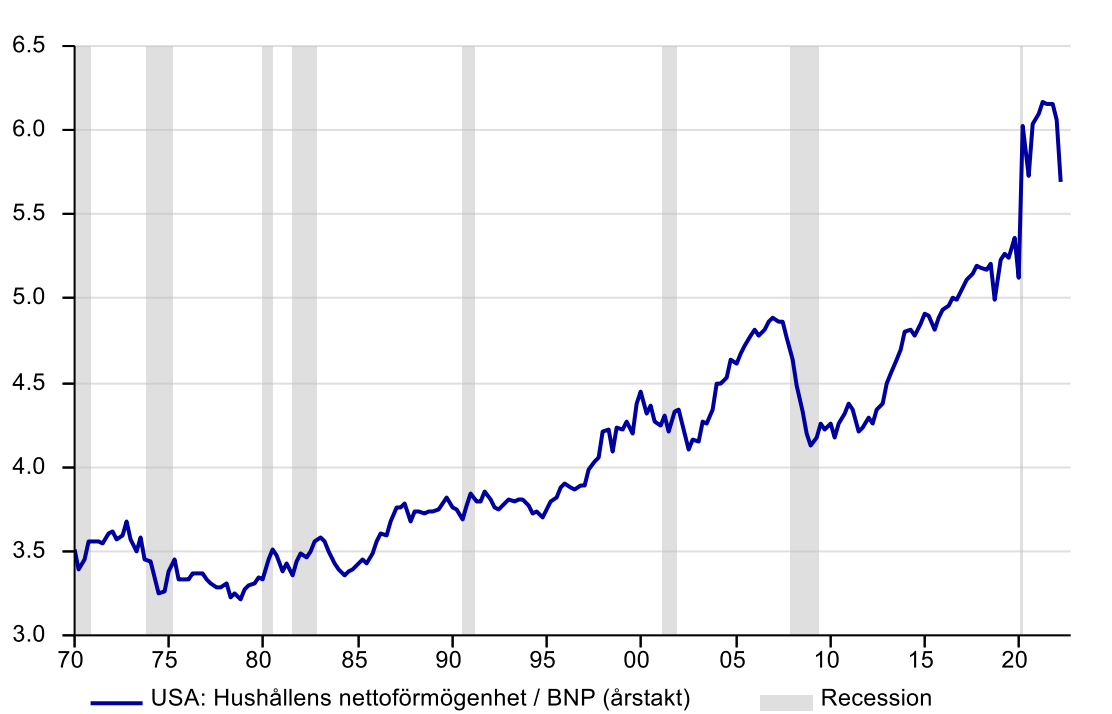
Övervikt USA vs Europa

Svag utveckling efter sommarens uppgång



Källa: Refinitiv Datastream / Nordea

De ekonomiska utsikterna bättre för USA relativt Europa



Källa: Refinitiv Datastream / Nordea

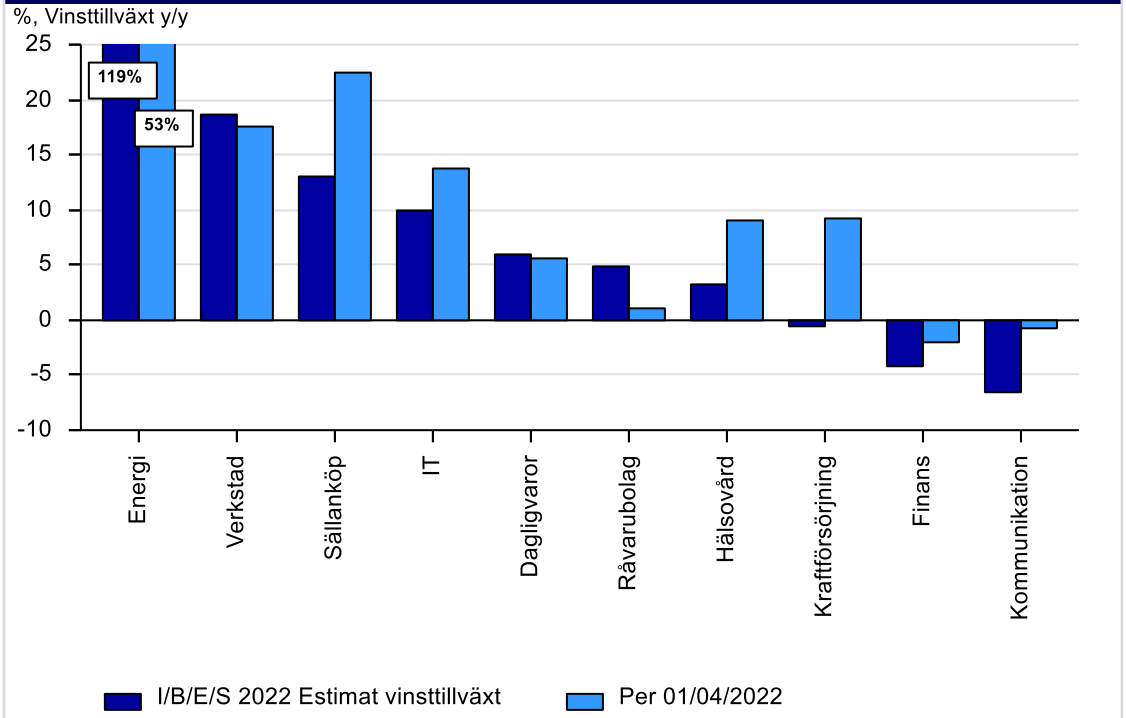
- Marknaden har återigen fallit tillbaka och stigande långa räntor har haft större negativ påverkan på amerikanska aktier.
- Rörelser i valutamarknaden har gynnat europeiska investerare och en starkare dollar har hjälpt till att dämpa förlusterna i aktiemarknaden.
- Utsikterna för tillväxt och vinster anses bättre i USA relativt Europa. Flertalet ekonomiska och politiska utmaningar tynger den europeiska aktiemarknaden.

Nordea

Open

Sektorallokering för en osäker makroekonomisk framtid

Vinsttillväxten har reviderats ned i nästan alla sektorer



Källa: Refinitiv Datastream / Nordea

Övervikt Hälsovård och undervikt Kommunikation

Sektor	Rekommendation	Relativ vikt
Industri	Neutral	-
Sällanköp	Neutral	-
Dagligvaror	Neutral	-
Hälsovård	Övervikt	**+2%**
Finans	Neutral	-
IT	Neutral	-
Kommunikationstjänster	Undervikt	**-2%**
Kraftförsörjning	Neutral	-
Energi	Neutral	-
Material	Neutral	-
Fastigheter	Neutral	-

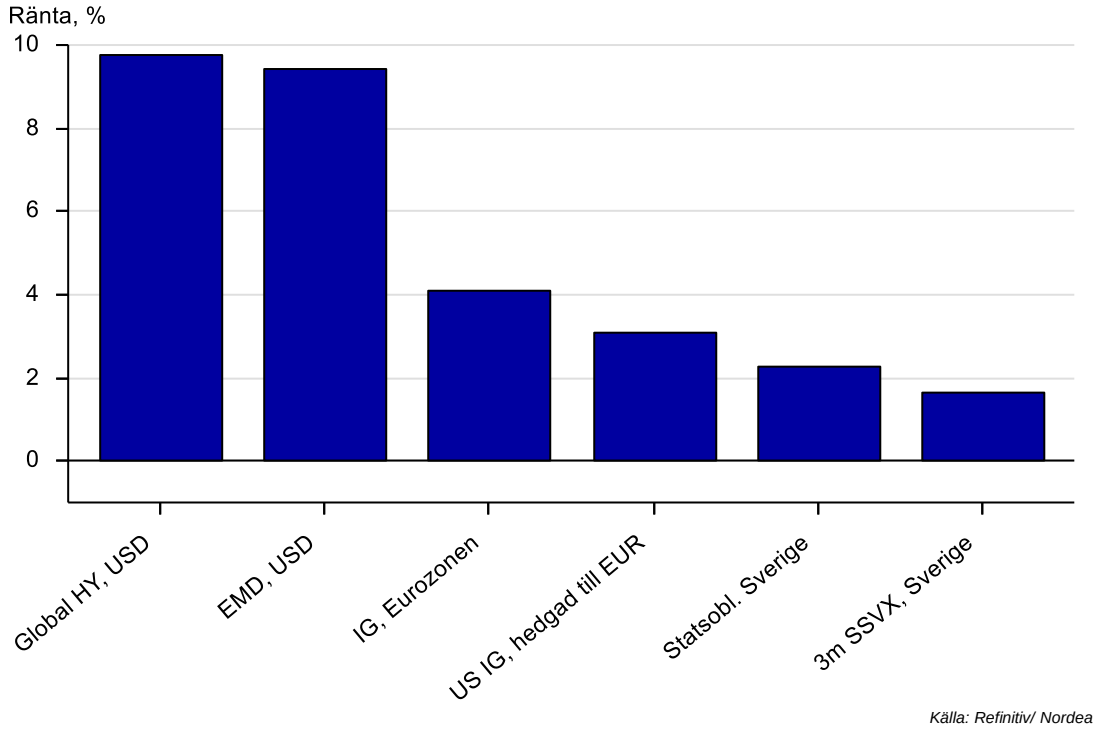
- Tillväxtprognoserna har skruvats ned när aktiviteten bromsar in, och det är stor spridning mellan sektorerna vad gäller revideringen av vinstestimat.
- Till följd av högre räntor och osäkra ekonomiska utsikter rekommenderar vi en något defensiv sektorallokering.
- Vi föredrar Hälsovård baserat på strukturella trender och fortsätter att undervikta Kommunikation på grund av konjunkturkänslighet och ökad konkurrens.

Nordea

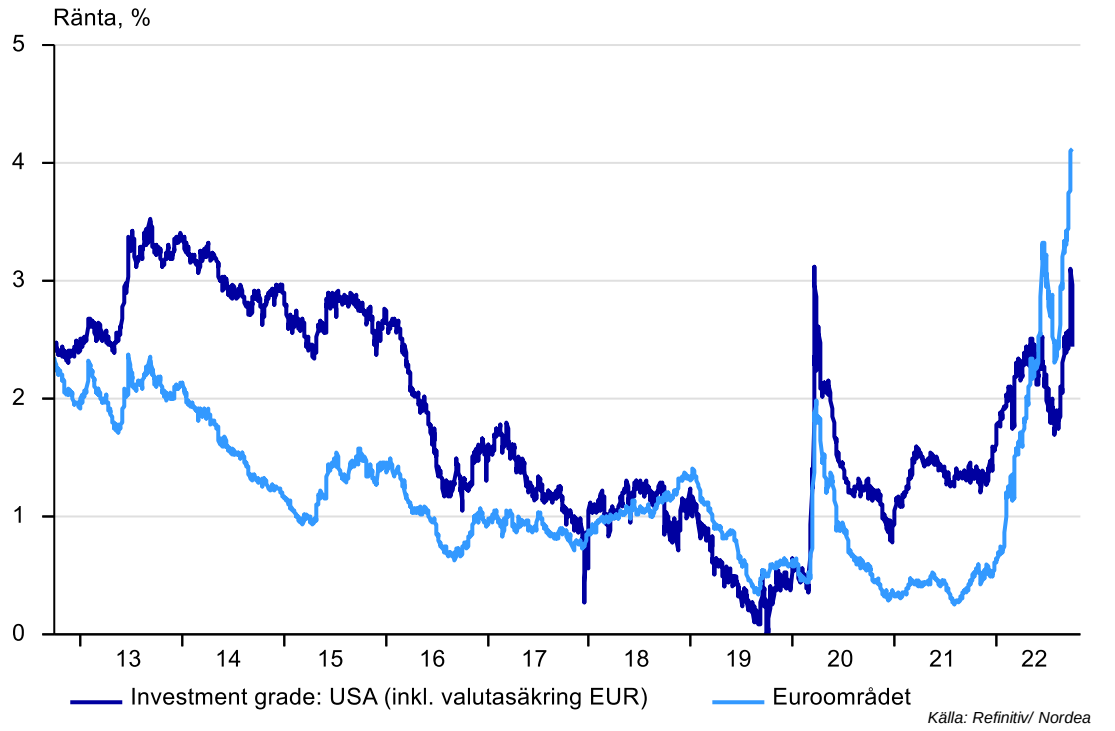
Open

Obligationer har blivit ett attraktivt alternativ

Till och med IG obligationer handlas till tydligt positiv ränta



Signifikant högre avkastning med fokus på företagsobligationer



- Utökad oro för inflationen har drivit räntorna högre under inledningen på hösten. Stigande räntor har tyngt avkastningen för obligationer.
- Företagens kreditkvalitet bedöms fortfarande vara tillfredsställande. Risken har inte försvunnit, men investerare belönas väl för att exponera sig.
- Räntor har stigit och spreadar har gått isär. Goda avkastningsmöjligheter inom europeiska IG obligationer och vi höjer därför segmentet till övervikt.

Nordea

Open

Nordea Global Asset Allocation Strategy Contributors

Global Investment Strategy Committee (GISC)

Antti Saari
Chief Investment Strategist
antti.saari@nordea.com
Finland

Erik Bruce
Chief Investments Strategist
Erik.bruce@nordea.com
Norway

Johan Larsson
Chief Investments Strategist
Johan.h.larsson@nordea.com
Sweden

Strategists

Ville Korhonen
Fixed Income Strategist
ville.p.korhonen@nordea.com
Finland

Simon Kristiansen
Senior Strategist
Simon.kristiansen@nordea.com
Denmark

Hertta Alava
Senior Strategist
Hertta.alava@Nordea.com
Finland

Joachim Bernhardsen
Senior Strategist
Joachim.Bernhardsen@Nordea.com
Norway

Karl Larsson
Strategist
karl.larsson@nordea.com
Sweden

Assistants

Magnus Tang Maymann Assistant
Assistant/Student
magnus.tang.maymann@nordea.com
Denmark

Christian Hoiness
Assistant/Student
christian.hoiness@nordea.com
Denmark

Ansvarsreservation

Ursprunget till denna publikation eller rapport

Om Investments
Investments ger råd till privatkunder samt små och medelstora företag i Nordea avseende investeringsstrategier och allmänna investeringsråd. Rådgivningen omfattar tillgångsallokering. Koncernens bolag övervakas av finanstillsynsmyndigheterna i sina respektive hemländer.

Innehållet i denna publikation eller rapport
Denna publikation eller rapport har enbart utarbetats av Investments. Åsikter eller förslag från Investments kan avvika från rekommendationer eller yttranden som lagts fram av Nordea Markets (en enhet inom koncernen) eller andra avdelningar eller bolag inom Nordeakoncernen. Detta kan exempelvis bero på olikheter i tidsperspektiv, metod, sammanhang eller andra faktorer. De huvudantaganden som ligger till grund för prognoser, riktkurser och uppskattningar i analyser som citerats eller återgivits återfinns i analysmaterialet från de namngivna källorna. Publiceringsdatum framgår av det analysmaterial som citerats eller återgivits. Omdömen och prognoser kan justeras i senare versioner av publikationen eller rapporten, förutsatt att det aktuella bolaget eller emittenten behandlas på nytt i sådana senare versioner av publikationen eller rapporten. Denna publikation eller rapport har inte granskats av någon emittent som nämns i publikationen eller rapporten innan den publicerades.

Giltigheten av denna publikation eller rapport
Samtliga omdömen och uppskattningar i denna publikation eller rapport har, oavsett källa, angivits i god tro och är eventuellt endast giltiga vid den tidpunkt då publikationen eller rapporten offentliggörs och kan ändras utan förvarning.

Inte individuell placerings- eller skatterådgivning
Denna publikation eller rapport är endast avsedd att ge allmän och inledande information till investerare och skall inte tolkas som grund för eventuella investeringsbeslut. Denna publikation eller rapport har utarbetats av Investments som allmän information för privat bruk för investerare till vilka denna publikation eller rapport har delats ut, men är inte tänkt som en personlig rekommendation om finansiella instrument eller strategier och innehåller alltså inte individuellt anpassade råd. Inte heller tar den hänsyn till mottagarens ekonomi, befintliga tillgångar eller skulder, kunskaper om och erfarenhet av placeringar, placeringarnas syfte och tidshorisont eller riskprofil och preferenser. Investeraren måste särskilt se till lämpligheten av sin investering när det gäller hans eller hennes ekonomiska och skattemässiga situation och investeringar. Investeraren bär alla risker för förluster i samband med en investering. Innan mottagaren fattar beslut baserat på information i denna publikation eller rapport rekommenderas att han eller hon konsulterar sin finansiella rådgivare.
Informationen i denna publikation eller rapport skall inte betraktas som råd om de skattemässiga konsekvenserna av att göra något särskilt investeringsbeslut. Varje investerare skall göra sin egen bedömning av skatte- och andra ekonomiska konsekvenser av sin investering.

DISCLAIMER

Nordea Investment Center gives advice to private customers and small and medium-sized companies in Nordea regarding investment strategy and concrete generic investment proposals. The advice includes allocation of the customers' assets as well as concrete investments in national, Nordic and international equities and bonds and in similar securities. To provide the best possible advice we have gathered all our competences within analysis and strategy in one unit - Nordea Investment Center (hereafter "IC").

This publication or report originates from: Nordea Bank Abp, Nordea Bank Abp, filial i Sverige, Nordea Bank Abp, filial i Norge and Nordea Danmark, Filial af Nordea Bank Abp, Finland (together the "Group Companies"), acting through their unit Nordea IC. Nordea units are supervised by the Finnish Financial Supervisory Authority (Finanssivalvonta) and each Nordea unit's national financial supervisory authority.

The publication or report is intended only to provide general and preliminary information to investors and shall not be construed as the sole basis for an investment decision. This publication or report has been prepared by IC as general information for private use of investors to whom the publication or report has been distributed, but it is not intended as a personal recommendation of particular financial instruments or strategies and thus it does not provide individually tailored investment advice, and does not take into account your particular financial situation, existing holdings or liabilities, investment knowledge and experience, investment objective and horizon or risk profile and preferences. The investor must particularly ensure the suitability of his/her investment as regards his/her financial and fiscal situation and investment objectives. The investor bears all the risks of losses in connection with an investment.

Before acting on any information in this publication or report, it is recommendable to consult one's financial advisor. The information contained in this report does not constitute advice on the tax consequences of making any particular investment decision. Each investor shall make his/her own appraisal of the tax and other financial advantages and disadvantages of his/her investment.