



Ökad osäkerhet

Global Asset Allocation Strategy
Juli 2022

Ökad osäkerhet

NEUTRAL ALLOKERING

- Ännu en gång överraskade inflationen marknaden och Fed ökar nu insatserna för att få inflationsutvecklingen under kontroll. Ökad osäkerhet och en hel del motvind men vinstestimaten håller emot förvånansvärt väl.
- Utvecklingen i obligationsmarknaden, och den lägre värderingen i aktiemarknaden, ger högre förväntad avkastning över samtliga tillgångsklasser, men ökad osäkerhet och svårbedömda utsikter kommer fortsatt föra med sig hög volatilitet. Som ett resultat av utvecklingen sänker vi aktierekommendationen och rekommenderar nu en neutral allokering mellan aktier och obligationer.

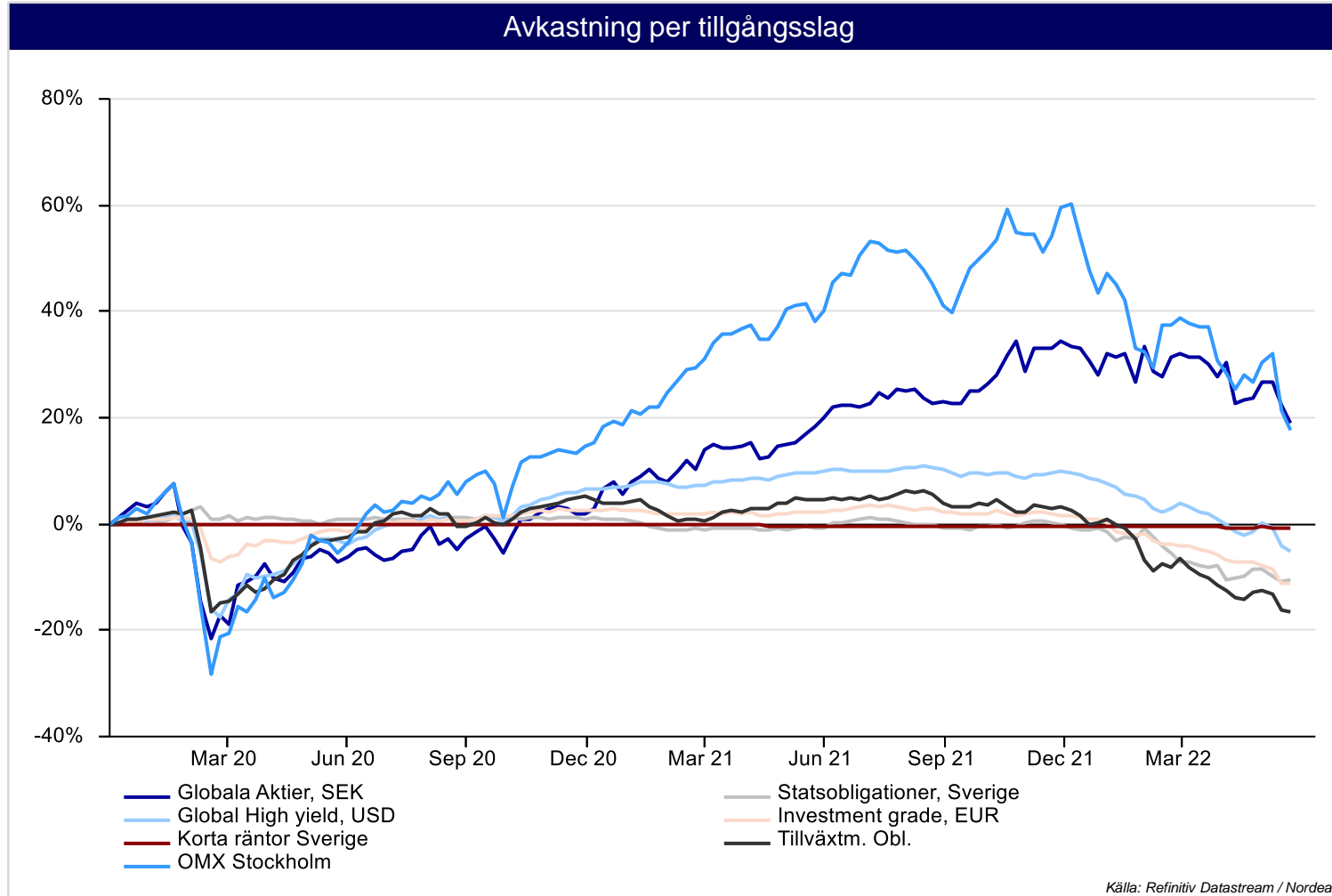
AKTIESTRATEGI: Övervikt USA

- Övervikt Nordamerika på bekostnad av Europa, där USA fortsatt har de bästa vinst- och makroutsikterna. Hushållens ekonomiska situation och högre reallöneökningar ger USA bättre konsumtionsförutsättningar. Osäkerheten större i Europa.
- Vi fortsätter fokusera på kvalitet och överviktar IT- och Hälsovårdssektorn. Underviktar Dagligvaror och Sällanköp där den höga inflationen gör ett allt större avtryck.

RÄNTESTRATEGI: Neutral

- Trots utvecklingen med allt attraktivare nivåer i obligationsmarknaden behåller vi våra neutrala rekommendation, där den nuvarande räntehöjningsmiljön och de osäkra utsikterna väger över.

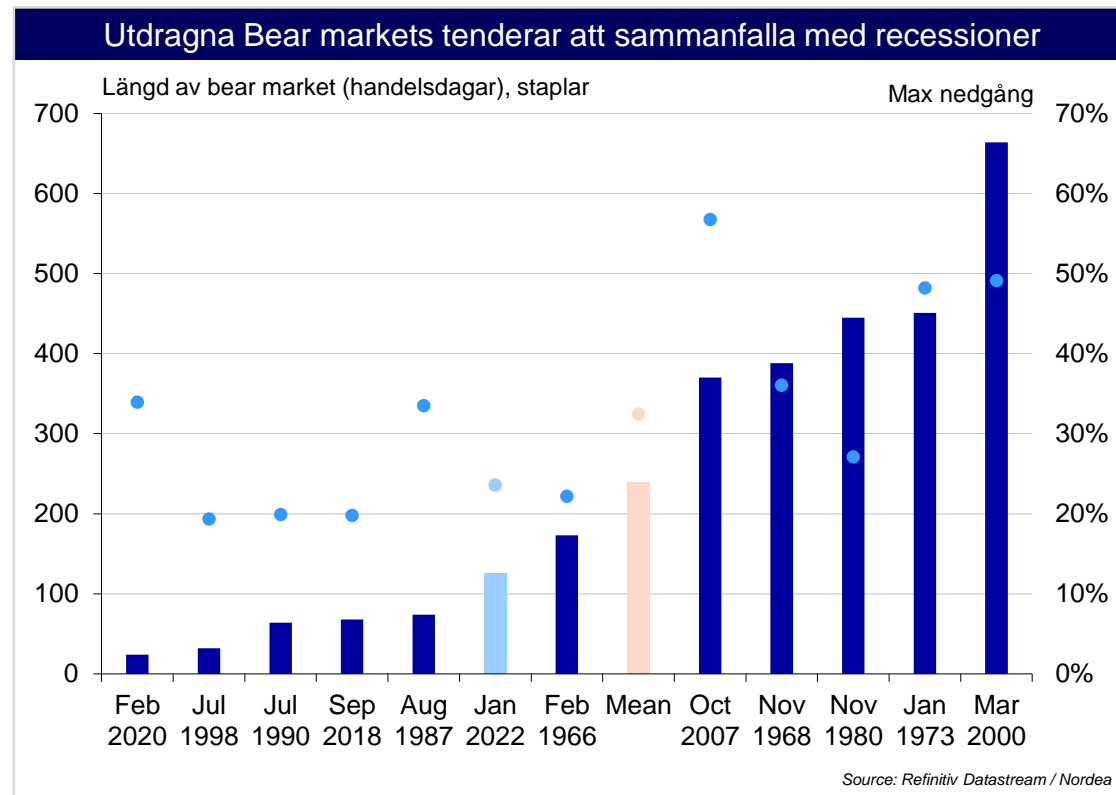
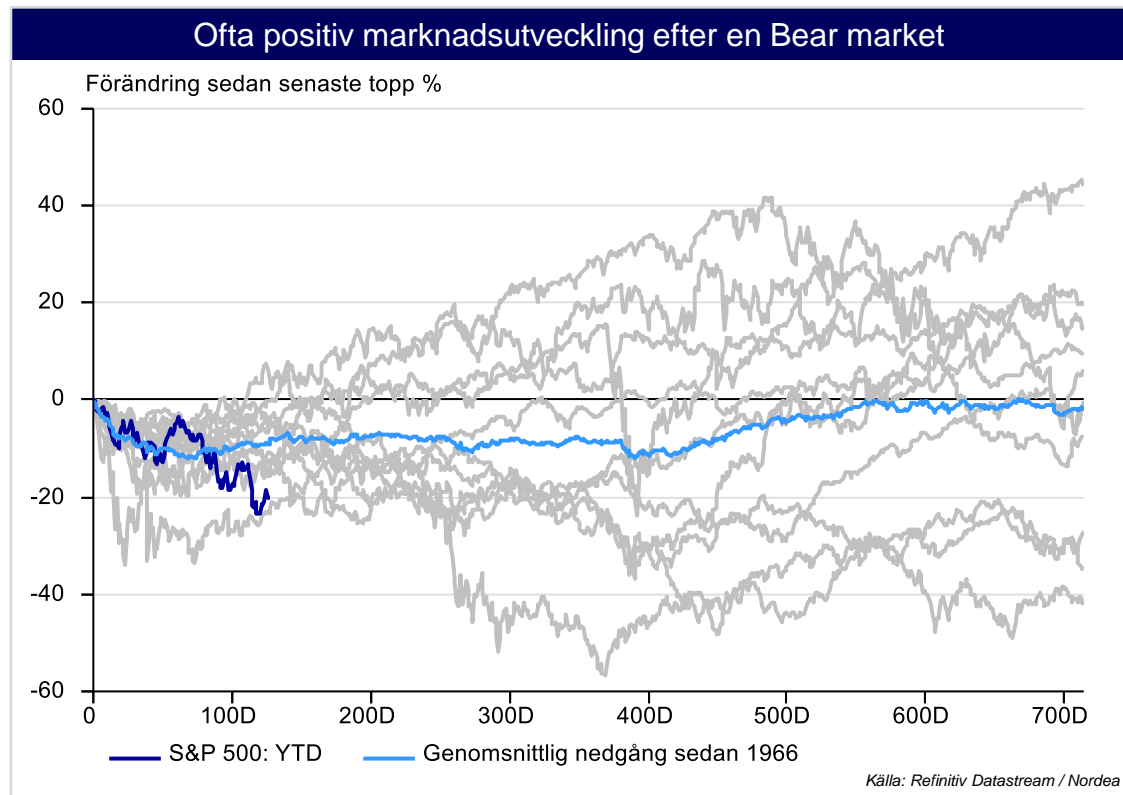
Utveckling och rekommendationer, Juli 2022



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.				

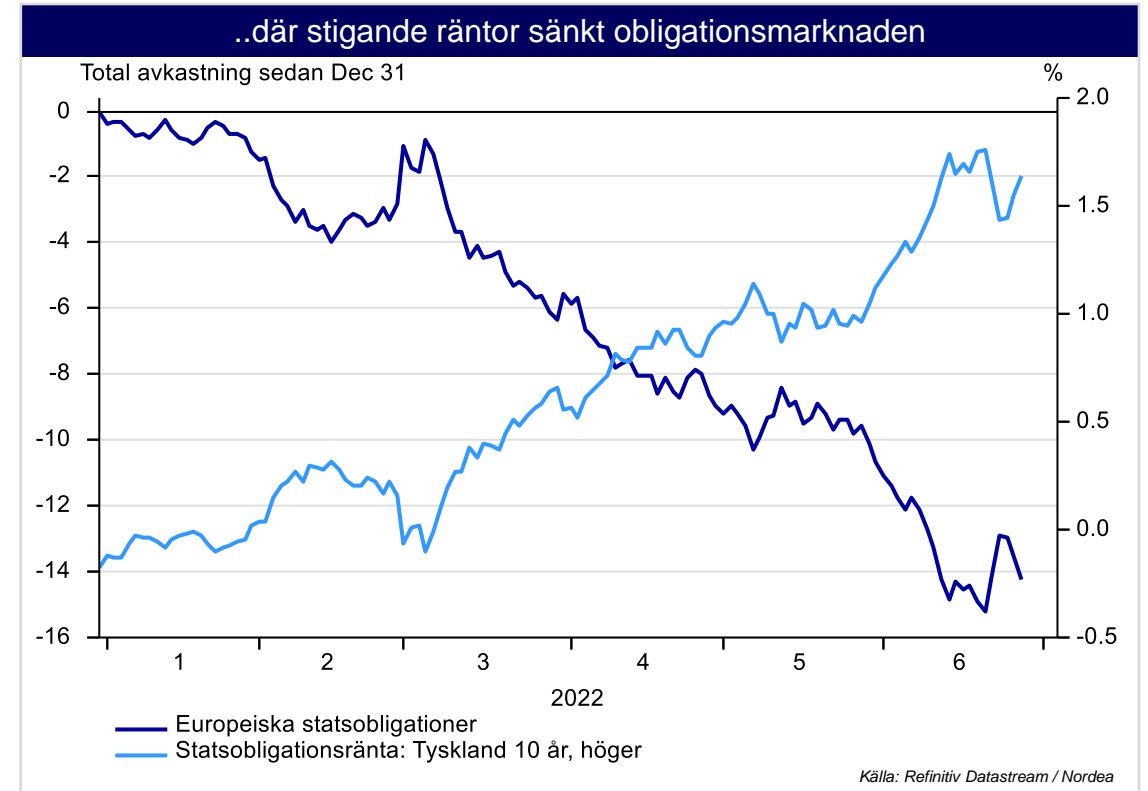
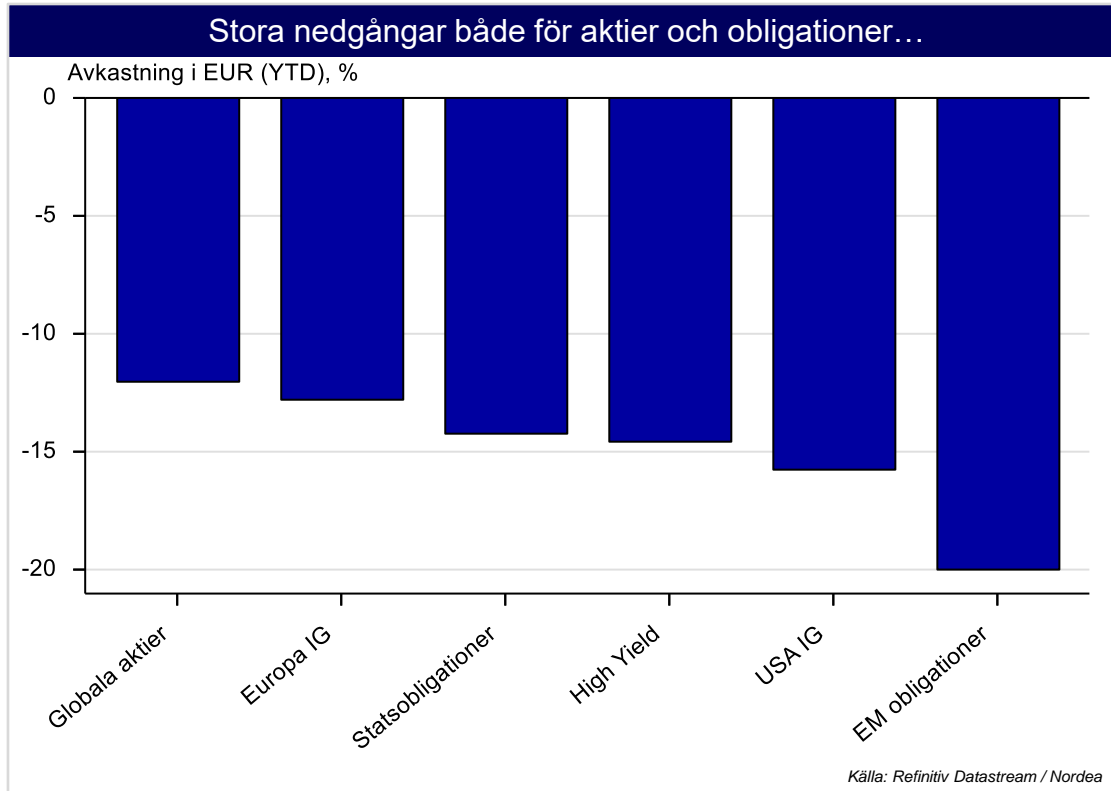
Nuvarande allokering
 Föregående allokering

Aktiemarknaden svag ur ett historiskt perspektiv



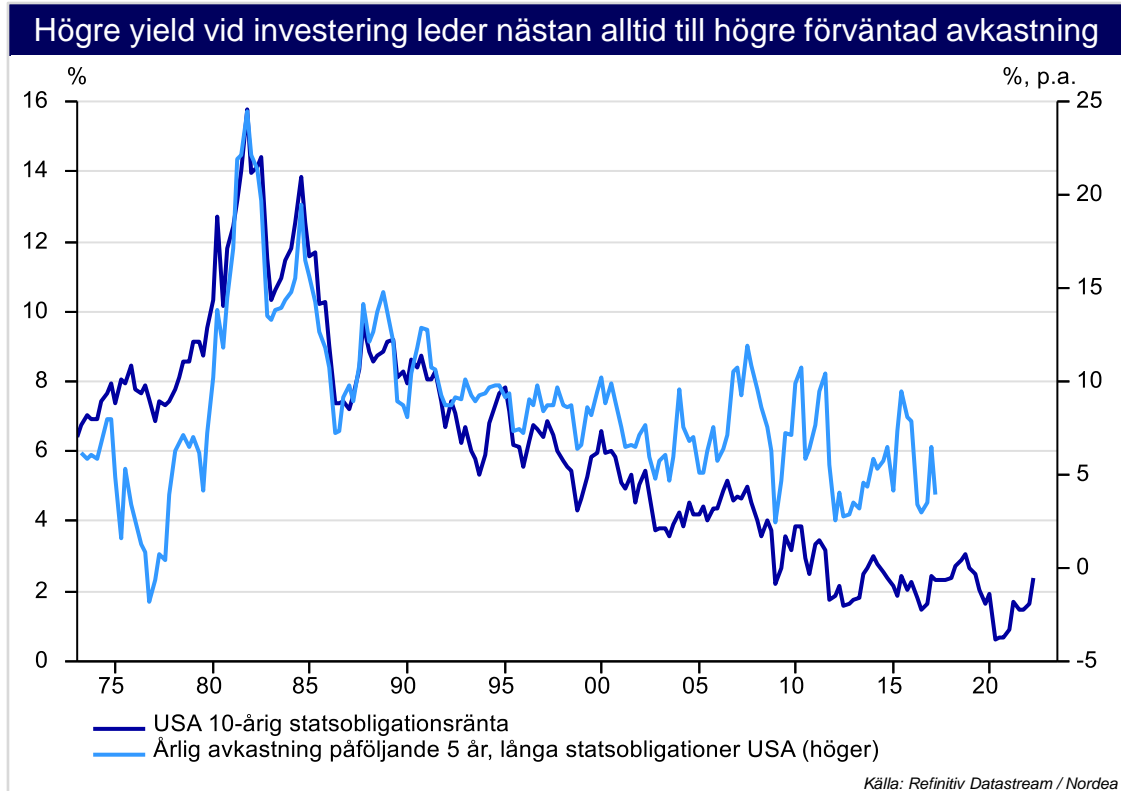
- Längden på Bear markets varierar, från några veckor till flera år. Inleds ofta med kraftiga fall där den totala nedgången varierar mellan 20-60 %.
- Bear markets kan bli utdragna och att försöka träffa botten är notoriskt svårt. Bear markets brukar vara svåra att jämföra, varje gång är unik på sitt sätt.
- Denna gång blev det en både snabb och kraftig nedgång. Inte säkert vi träffat botten men en mild recession borde vara inprisad vid det här laget.

Portföljavkastningen under 2022 har varit svag



- Negativ avkastning i både aktie- och obligationsmarknaden. Skillnaden i avkastning mellan aktier och obligationer nu relativt liten.
- Utvecklingen för både aktier och obligationer fortsätter att vara en utmaning, med betydande förluster för portföljer med såväl låg som hög risk.
- Den låga startpunkten på räntesidan, och den efterföljande ränteförändringen, har båda bidragit till den negativa utvecklingen i obligationsmarknaden.

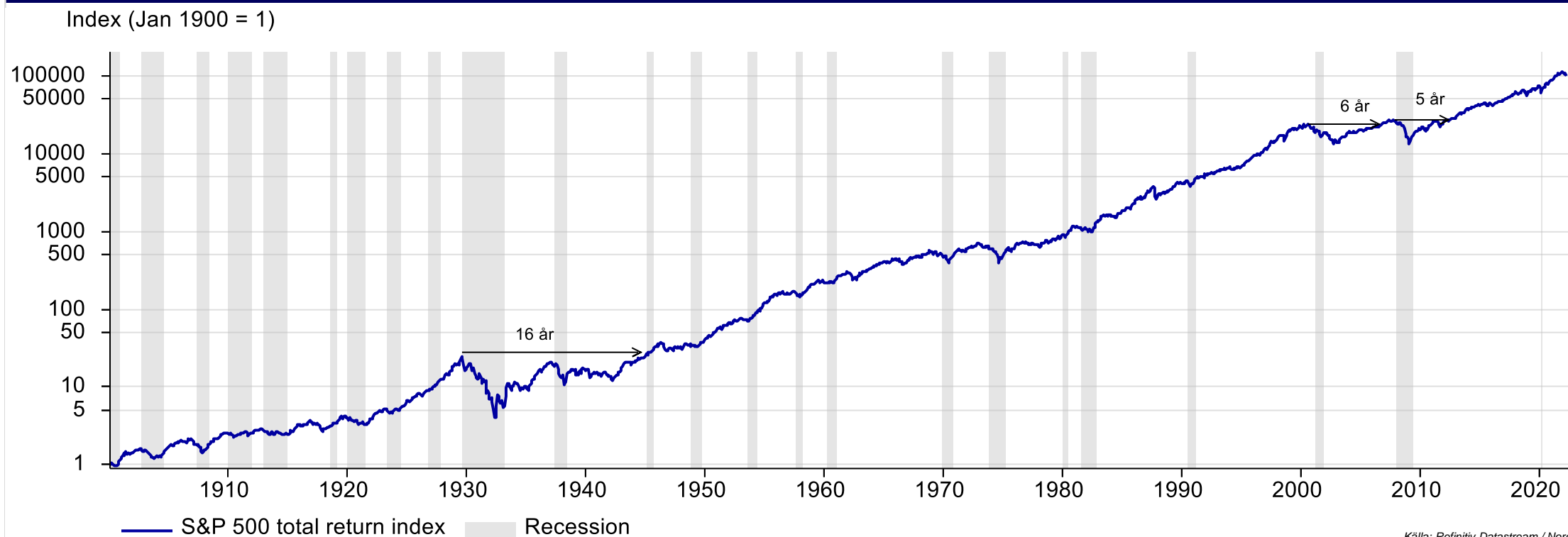
Fallande marknad påverkar den förväntade avkastningen i positiv riktning



- Över tid så tenderar lägre 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.

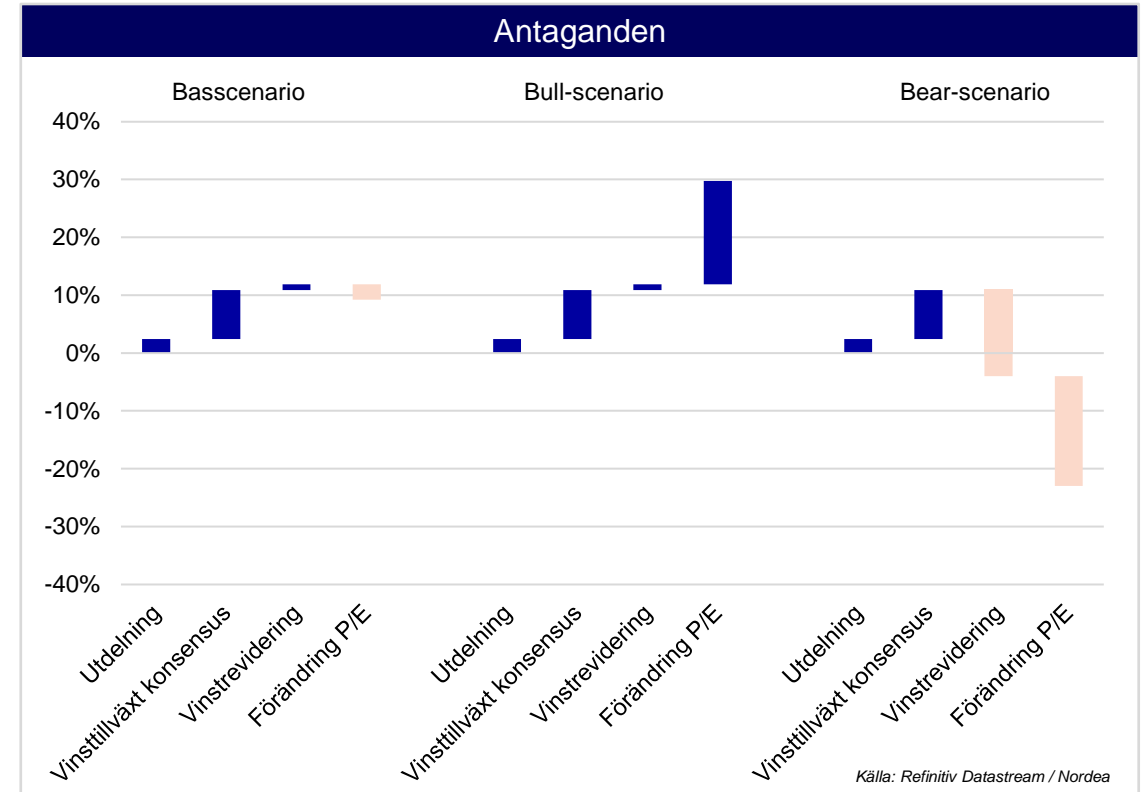
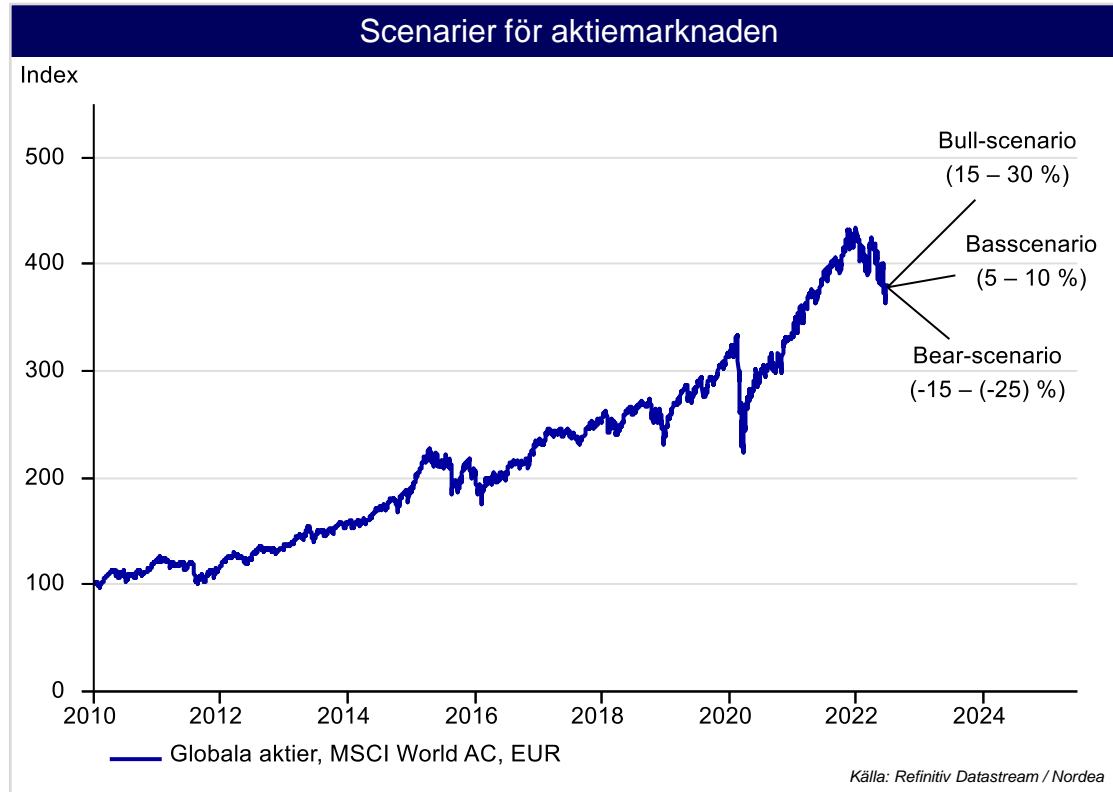
Om utdelningarna återinvesteras brukar marknaden återhämta sig inom några år

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



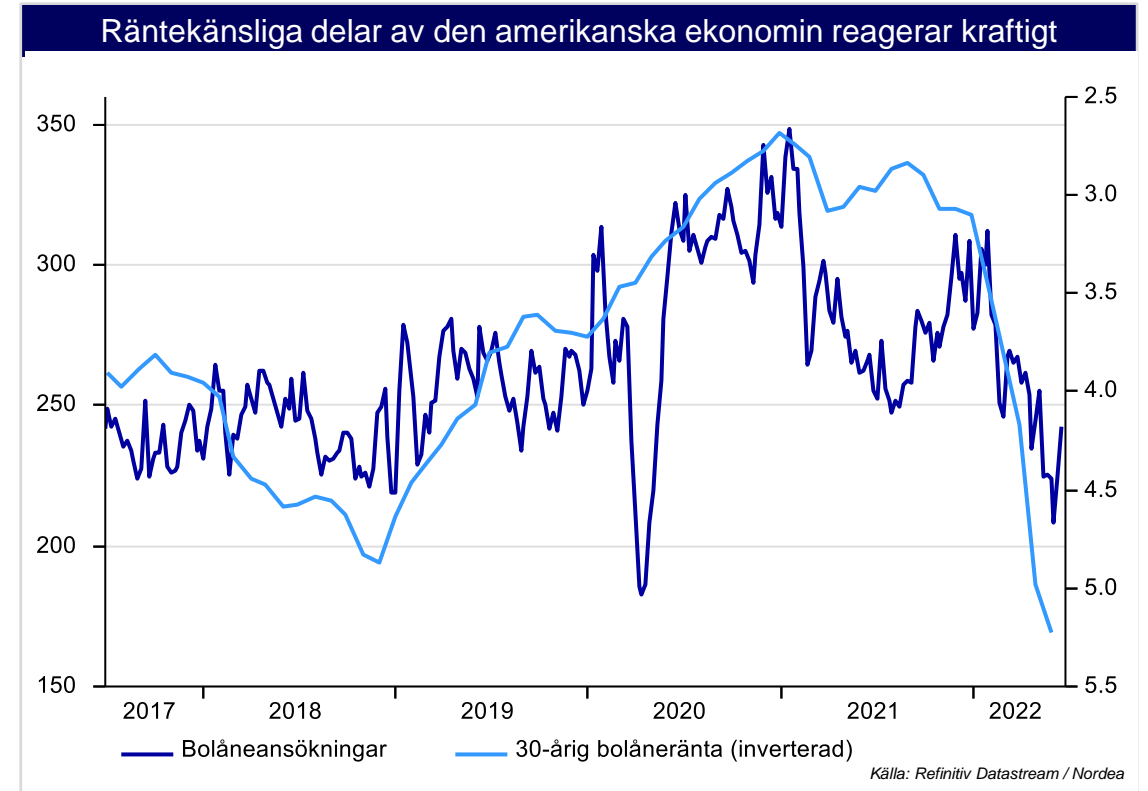
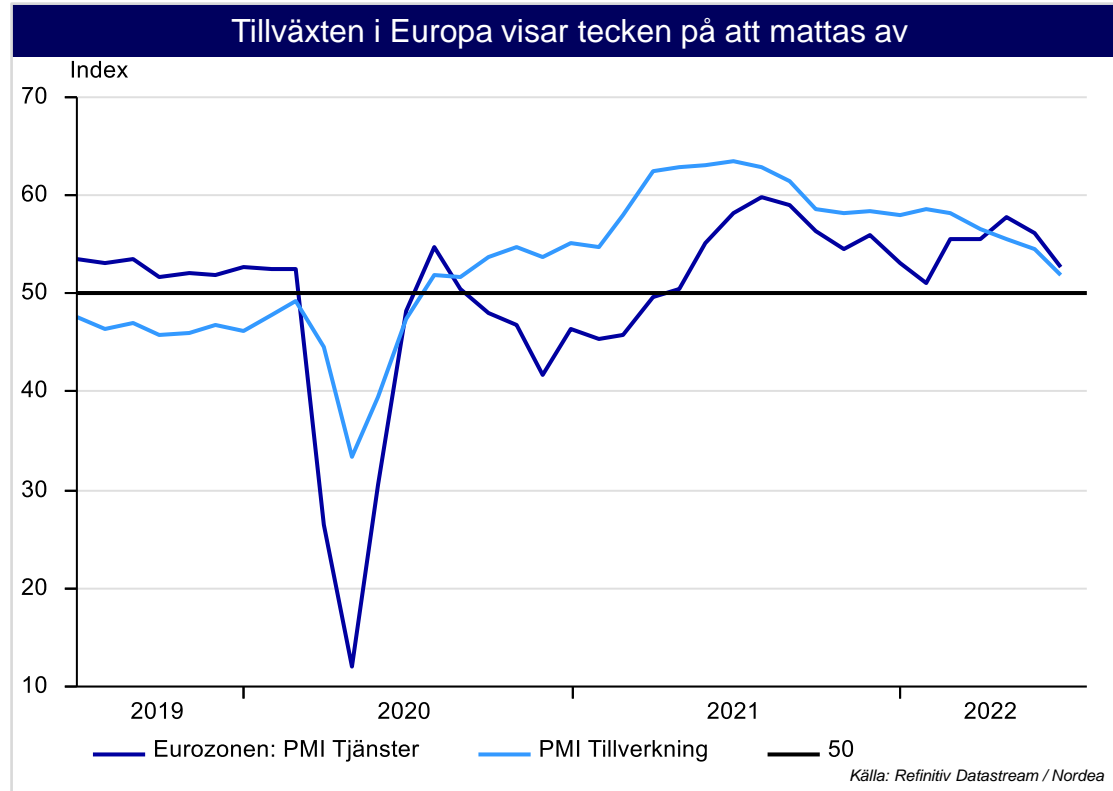
- Historiskt har aktiemarknaden återhämtat nedgången inom några år, även under 1970-talet. Detta under förutsättning att utdelningarna återinvesteras.
- Det finns exempel där återhämtningen blir mer utdragen, och där är extrem finansiella stress ofta en gemensam nämnare.

Scenarier för kommande 12 månader



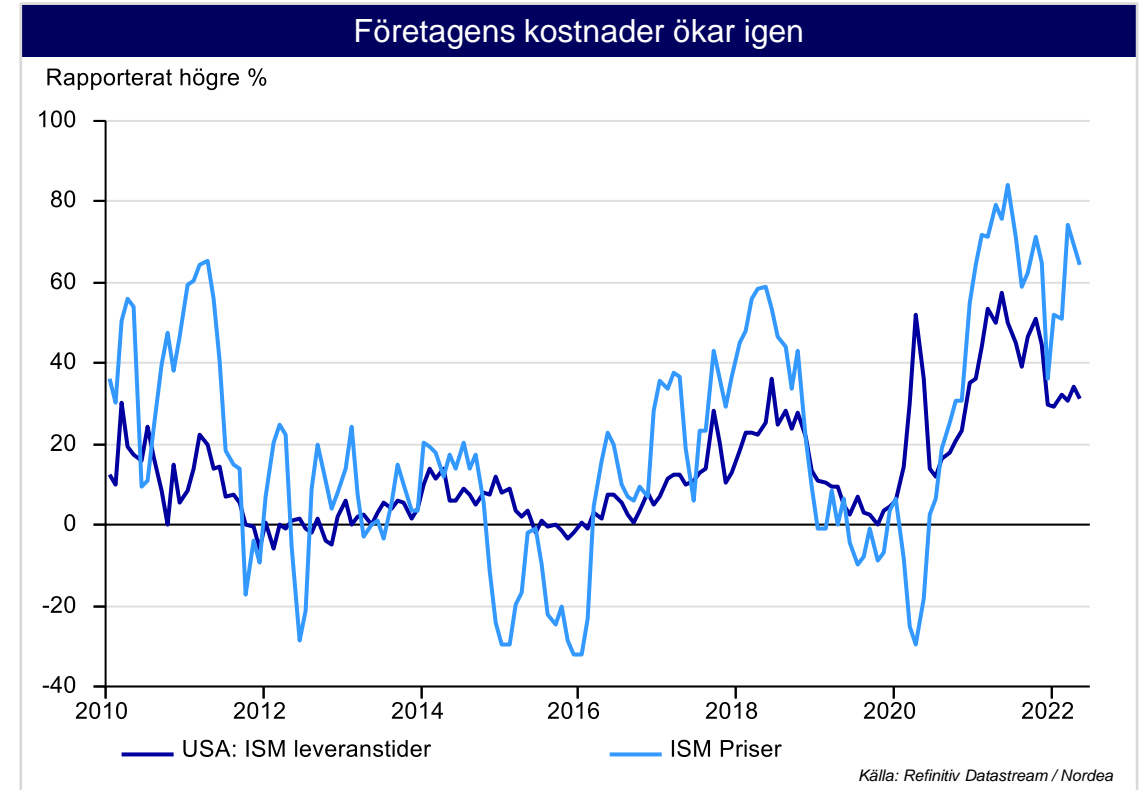
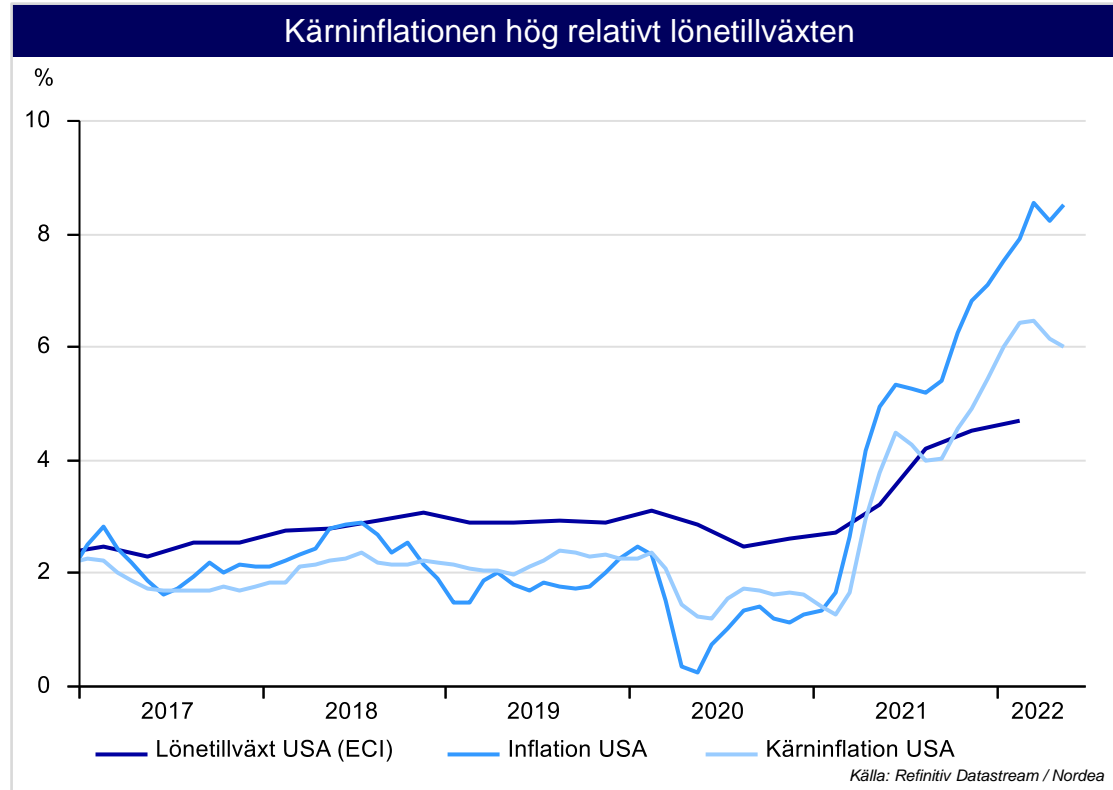
- Basscenario (65 %): Den ekonomiska tillväxten faller tillbaka under historiskt snitt. Fortsatt positiv estimatrevidering. Något högre räntor (5 – 10 %).
- Bull-scenario (10 %): Inflationen dämpas snabbare än väntat och centralbankerna blir mindre aggressiva. Ökat risktagande från investerare (15 - 30 %).
- Bear-scenario (25 %): Utsikterna försämras samtidigt som inflationen är fortsatt hög vilket försämrar centralbankernas möjlighet att agera (-15 – (-25) %).

Tillväxten mattas av men ekonomin har fortsatt stöd



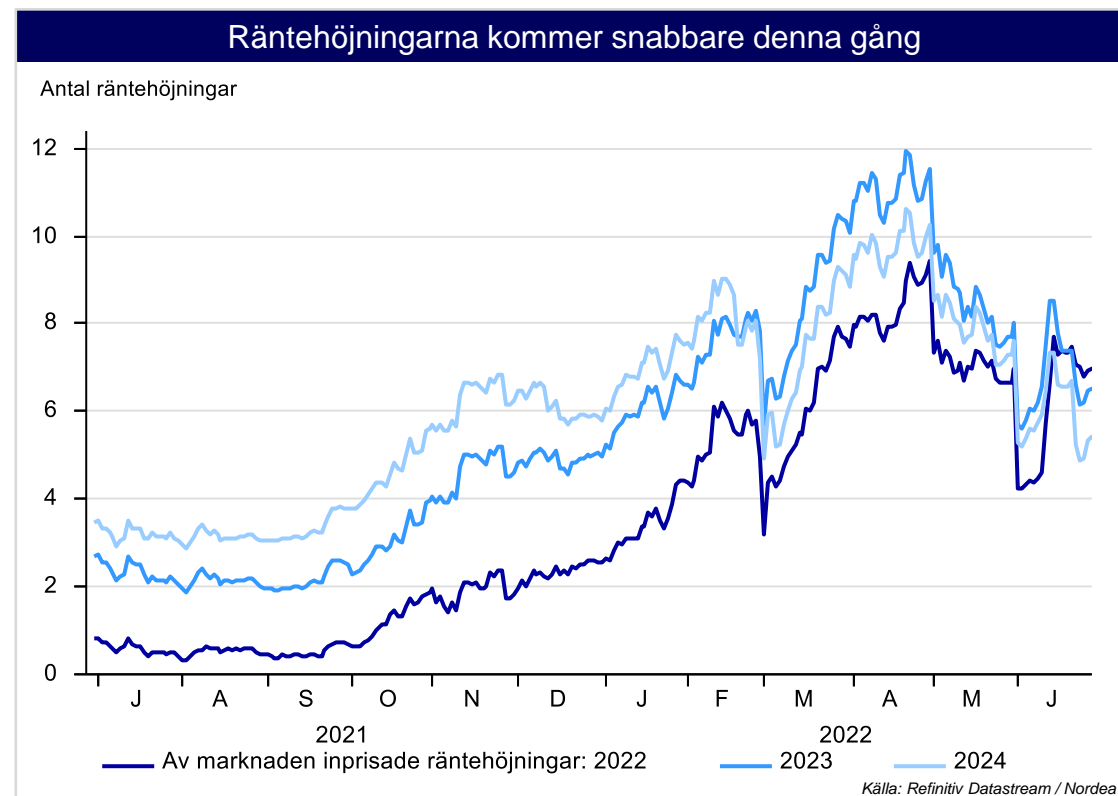
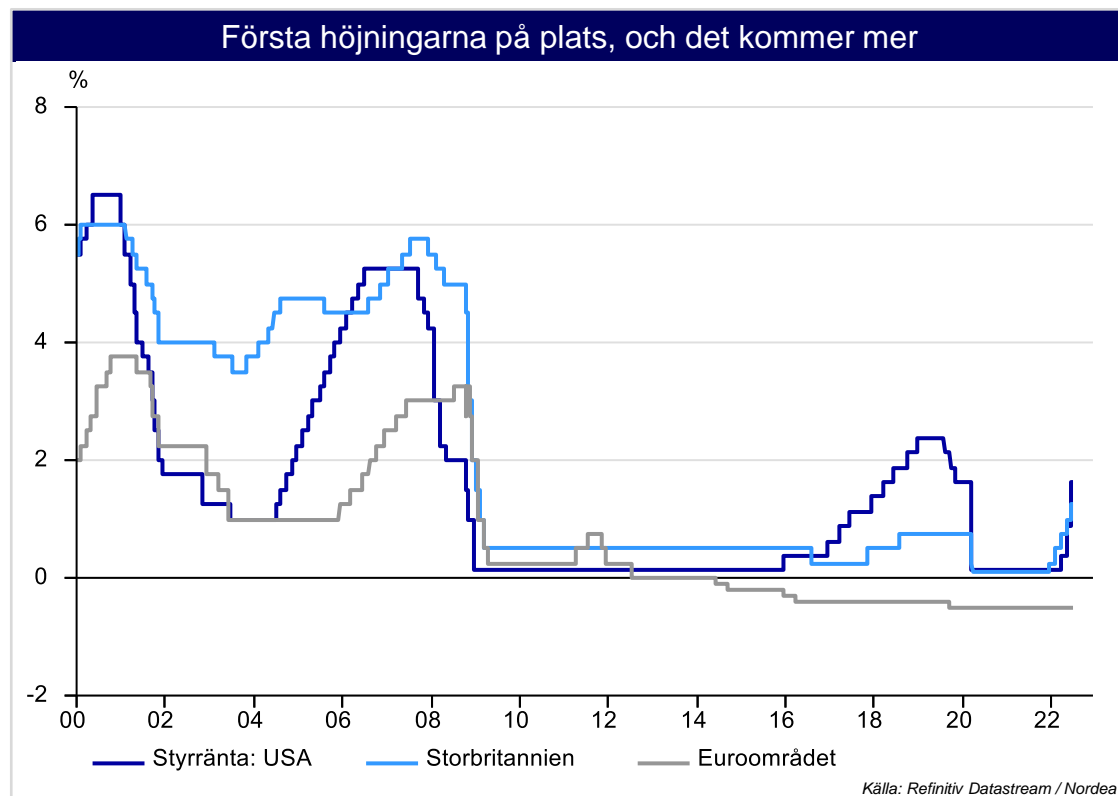
- En försämring av de ekonomiska villkoren, hög inflation, utbudsproblem och ökad osäkerhet, pekar alla i riktningen mot lägre tillväxt.
- I Europa visar tillväxten tydliga tecken på att mattas av, och räntekänsliga delar av den amerikanska ekonomin reagerar kraftigt på högre räntor.
- Återhämtning efter pandemin, en stark arbetsmarknad, god hushållsekonomi, och fortsatt positiv finanspolitik på sina håll, ger fortsatt stöd.

Inflationen sannolikt nära en topp men kommer vara fortsatt hög



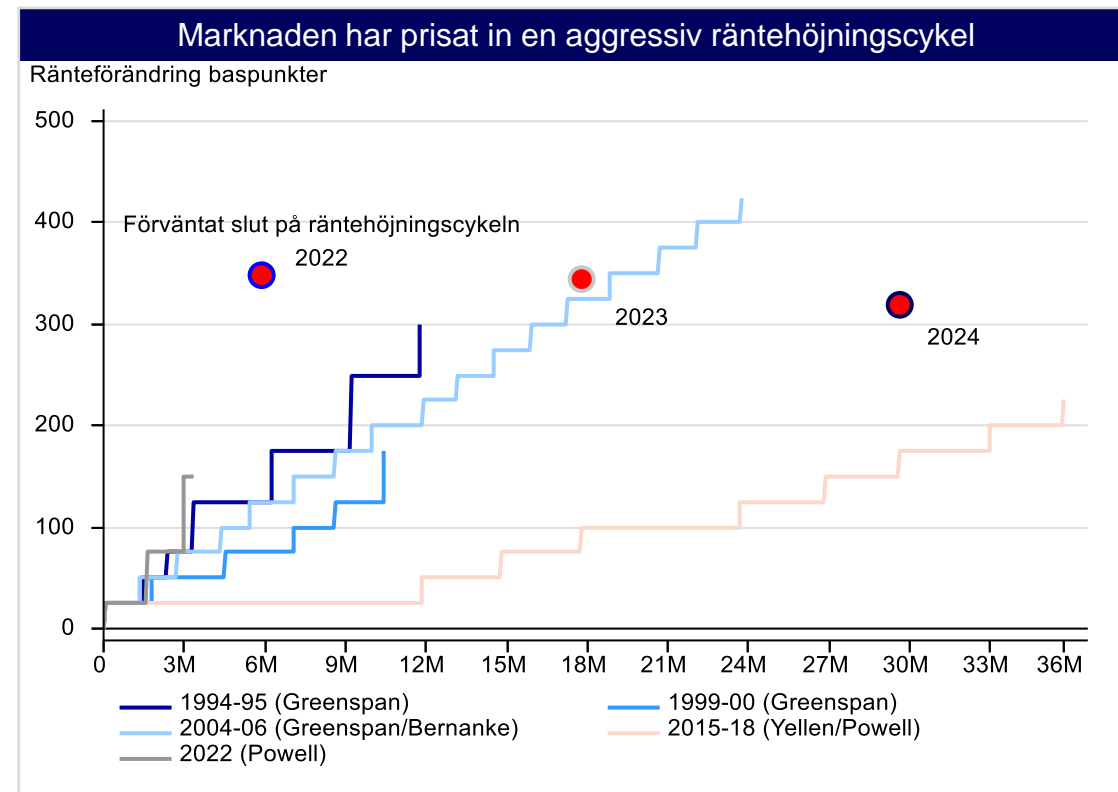
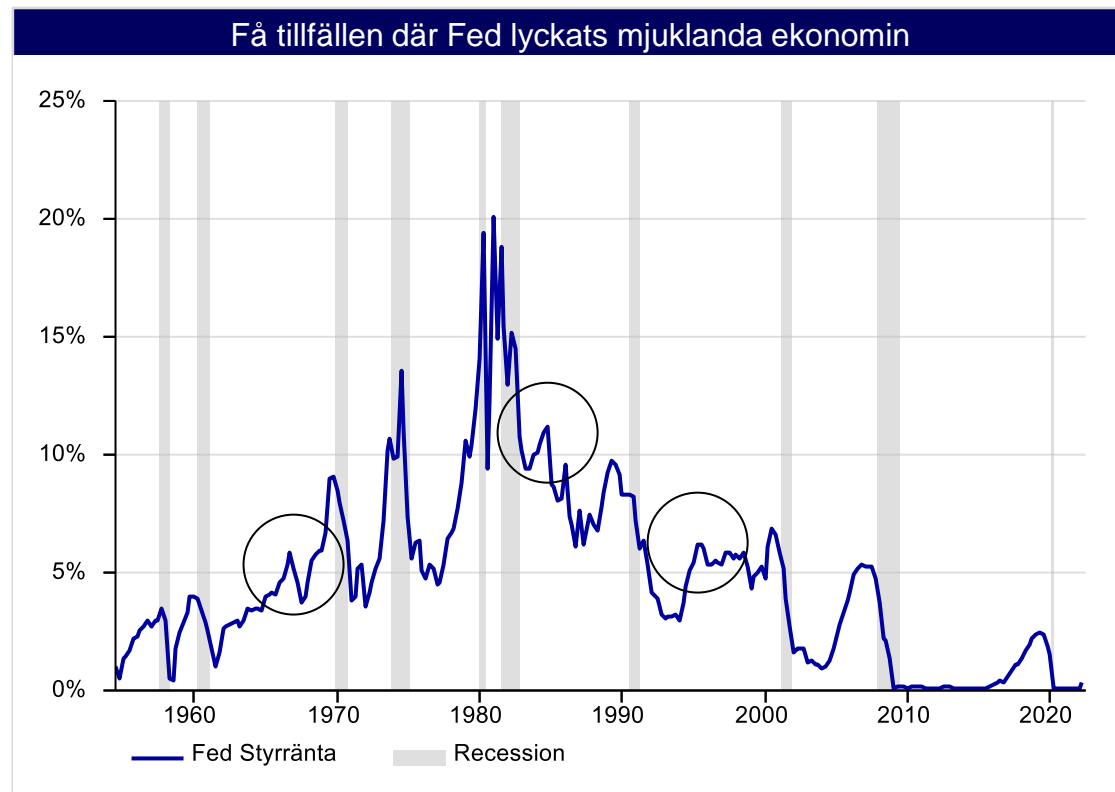
- Inflationsökningen från våren 2021 har varit minst sagt iögonfallande. Fortsatt hög inflation framöver men tecken på att inflationen håller på att toppa ur.
- Högre råvarupriser, nya nedstängningar i Kina och kriget i Ukraina, ökar risken för att inflationen letar sig högre i det korta perspektivet.
- Lönetillväxten pekar i riktningen mot lägre inflation framöver men nuvarande lönetillväxt inte förenlig med ett inflationsmål på 2 %.

Inflationen överst på agendan



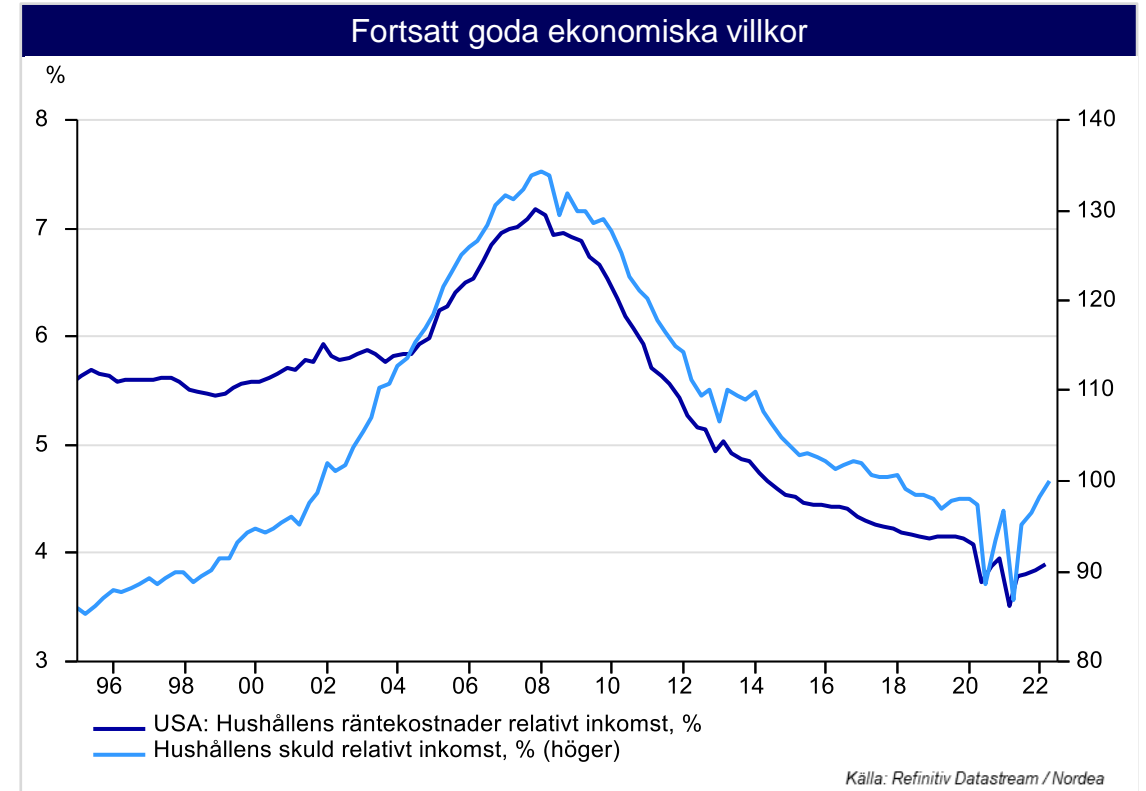
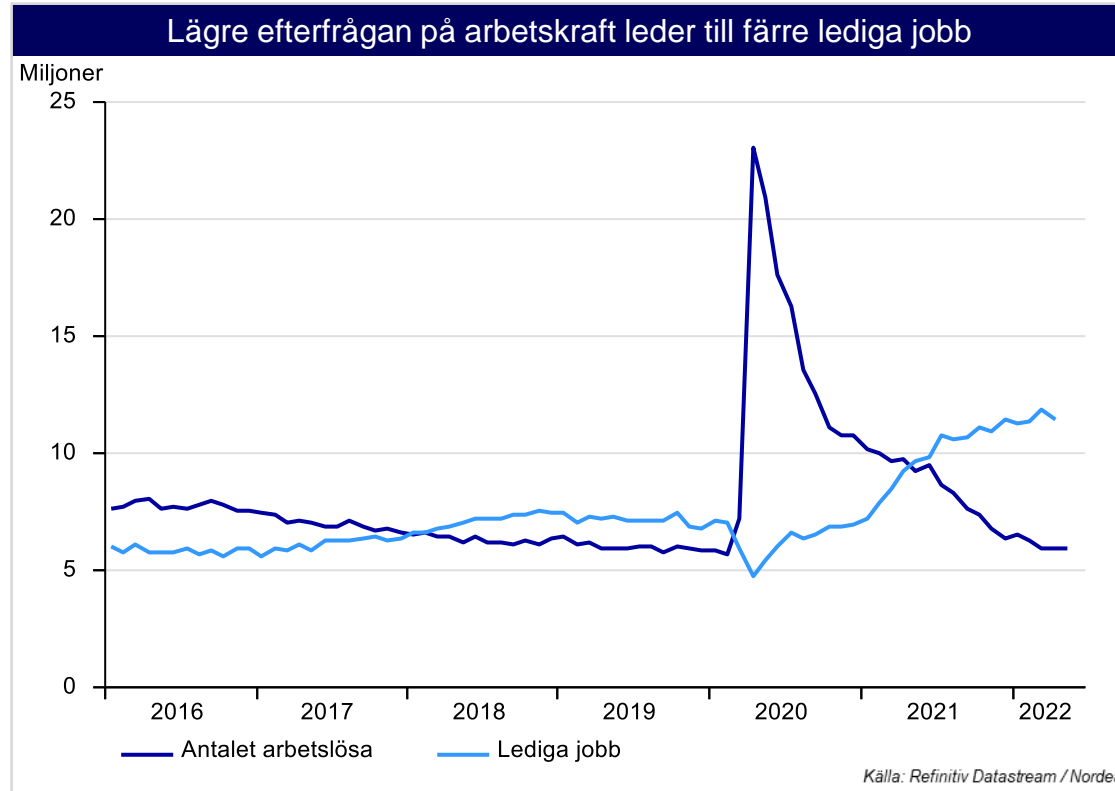
- En stark amerikansk arbetsmarknad, och ihållande inflation, gör att Fed nu lägger allt fokus på att dämpa inflationsutvecklingen.
- En utmaning för Fed att försöka strama åt och mjuklanda ekonomin, samtidigt som ekonomin präglas av ihållande inflation och lägre tillväxt.
- Risken för ett policy-misstag i form av att man tar i för mycket får anses ha ökat men inflationen kommer successivt falla tillbaka.

En balansakt från Federal Reserve



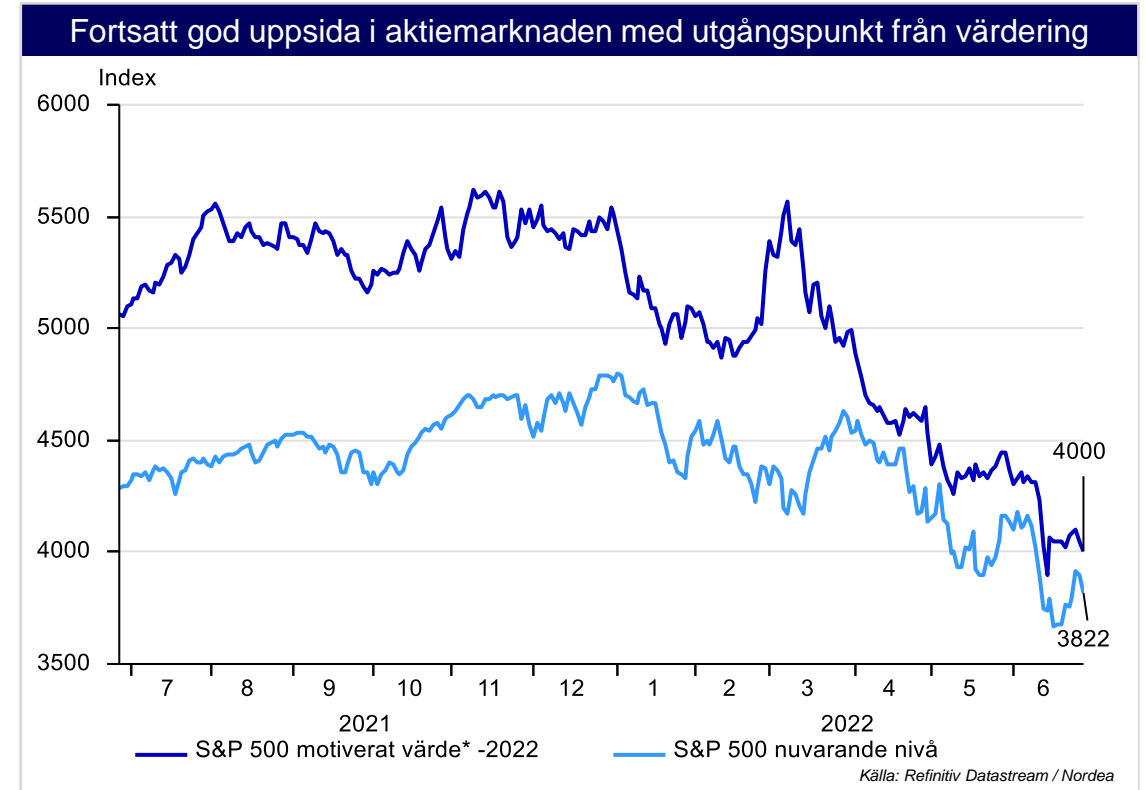
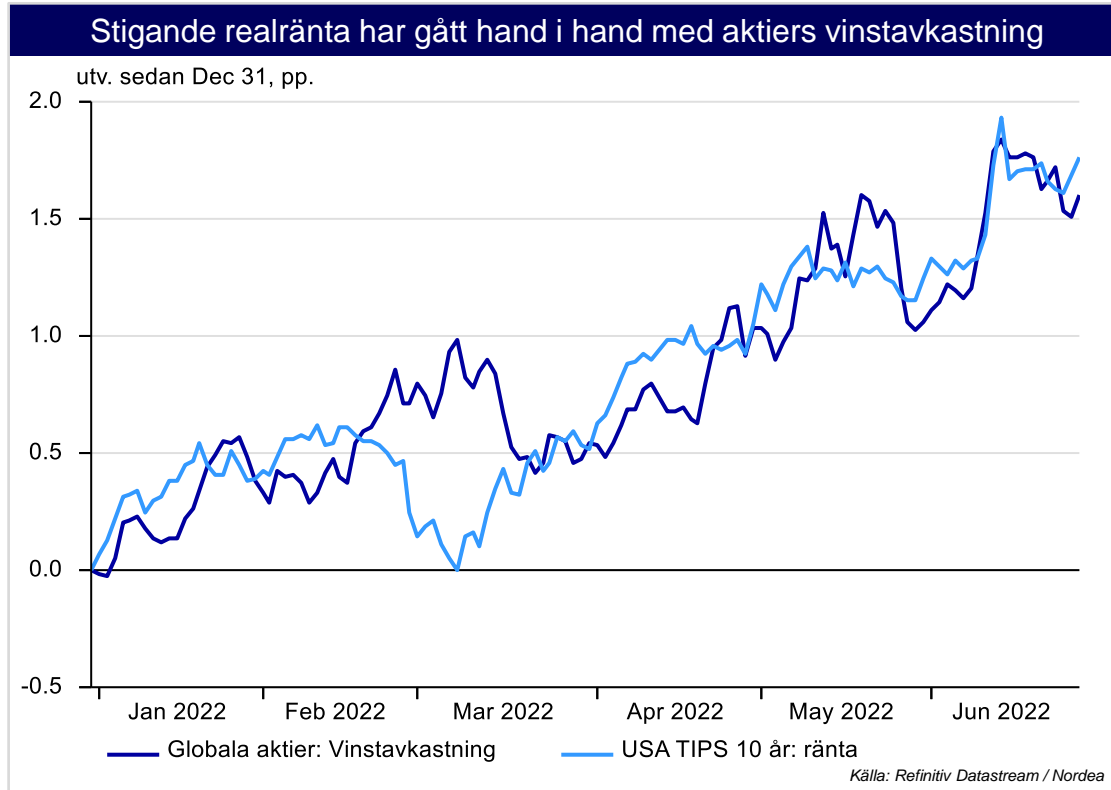
- Inte en omöjlig uppgift men samtidigt en tuff utmaning. Den penningpolitiska åtstramningen kommer påverka ekonomin med viss eftersläpning in i 2023.
- Om Fed lyckas med att strama åt de finansiella villkoren, och få inflationen under kontroll, utan att det medför en recession, är svårt att uttala sig om.
- Stark hushållsekonomi ger i alla fall Fed ett bättre utgångsläge denna gång, men risken ökar när tillväxten bromsar in.

Den nuvarande ekonomin tål högre räntor



- Snabba räntehöjningar syftar till att dämpa den kraftiga efterfrågan i ekonomin, som i sin tur fört med sig kraftiga prisökningar och obalans i arbetsmarknaden.
- Dämpad tillväxt leder till lägre efterfrågan på arbetskraft. Detta kommer resultera i färre lediga jobb och en arbetslöshet som förväntas stiga något.
- Hushållens och företagens finansiella situation talar mot en snabbt fallande efterfrågan, och mot en recession. Detta i det korta till medellånga perspektivet.

Högre räntor ger lägre motiverat värde i aktiemarknaden, men mycket bör nu vara inprisat

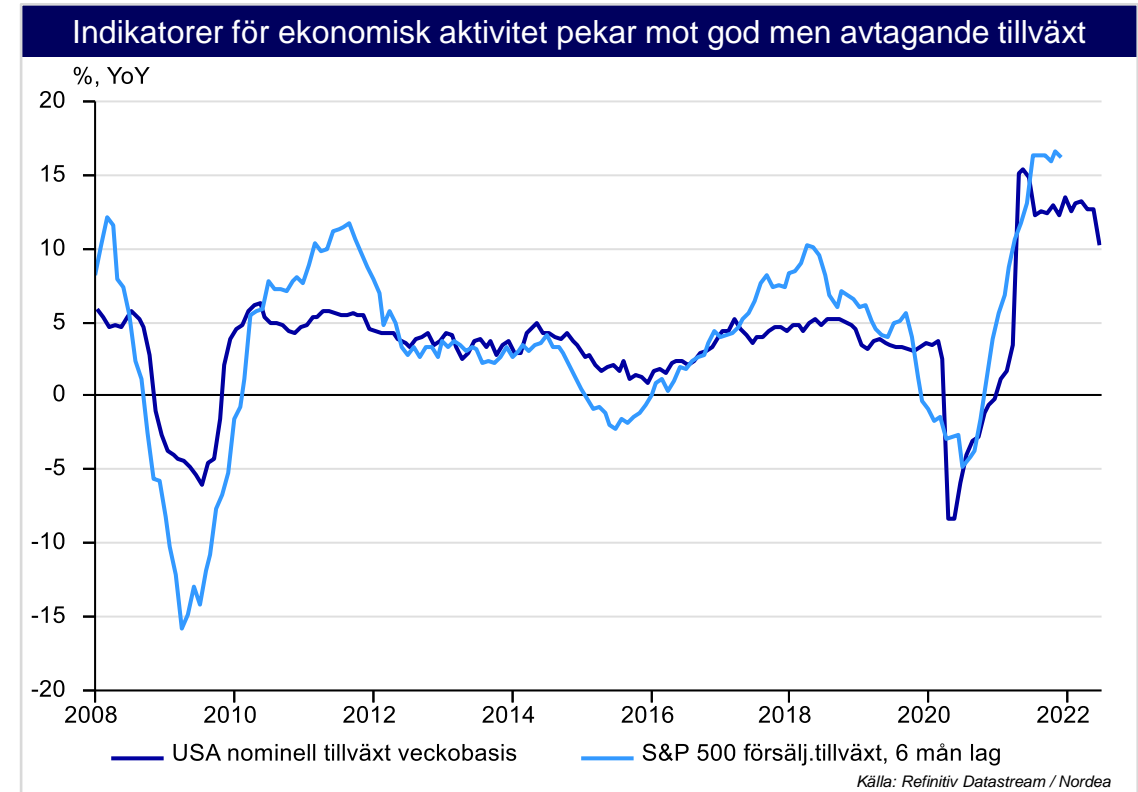
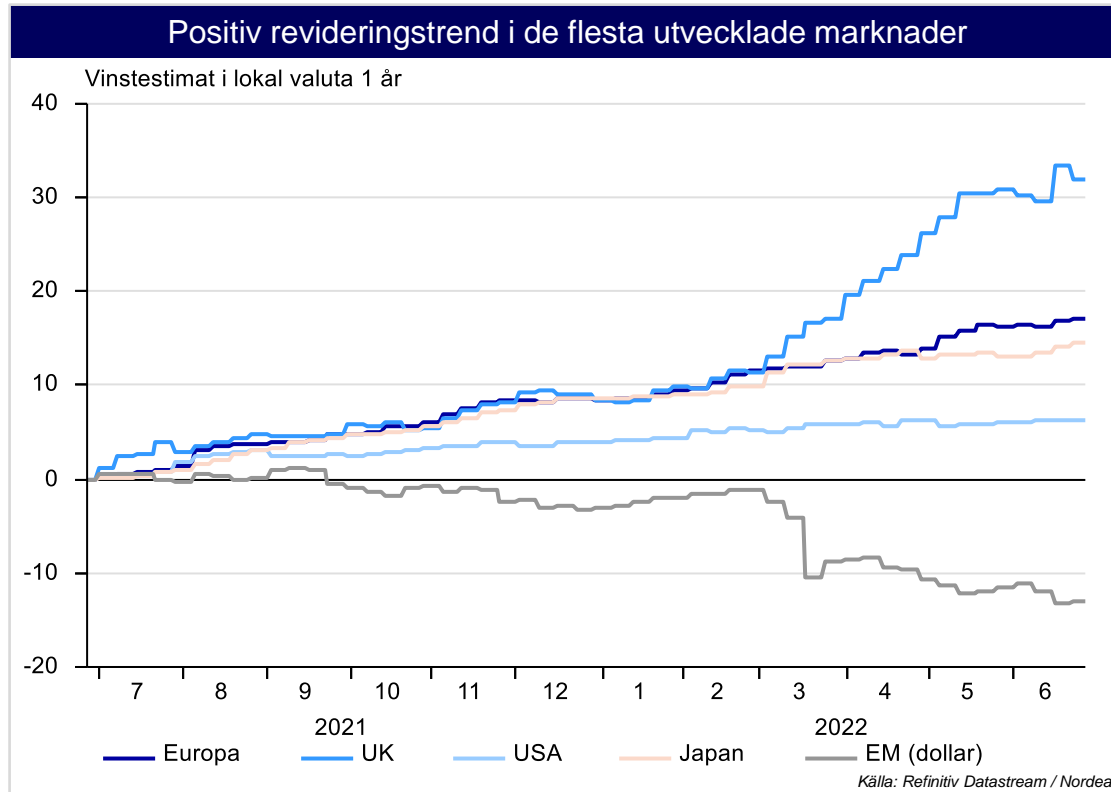


- Högre räntor och penningpolitisk åtstramning har fört med sig fallande aktiemarknad och lägre priser i obligationsmarknaden.
- Stigande realränta höjer ribban för avkastningen hos andra tillgångsklasser. För att kompensera sänks multiplar för aktier (högre vinstavkastning = lägre P/E)
- Räknar man in fortsatt stigande vinster finns god möjlighet för högre avkastning från aktier framöver.

*S&P fair value is calculated with 5Y average real risk premium, (2021 and) 22 consensus EPS and current 10Y TIPS yield

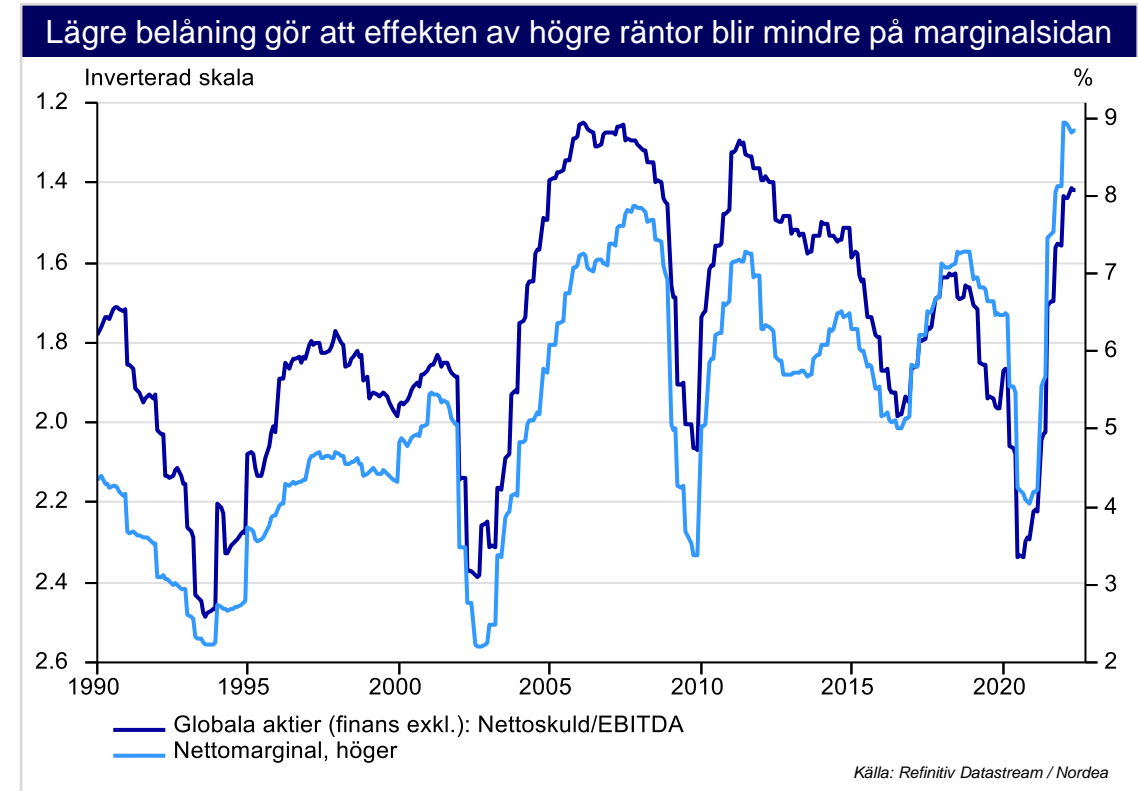
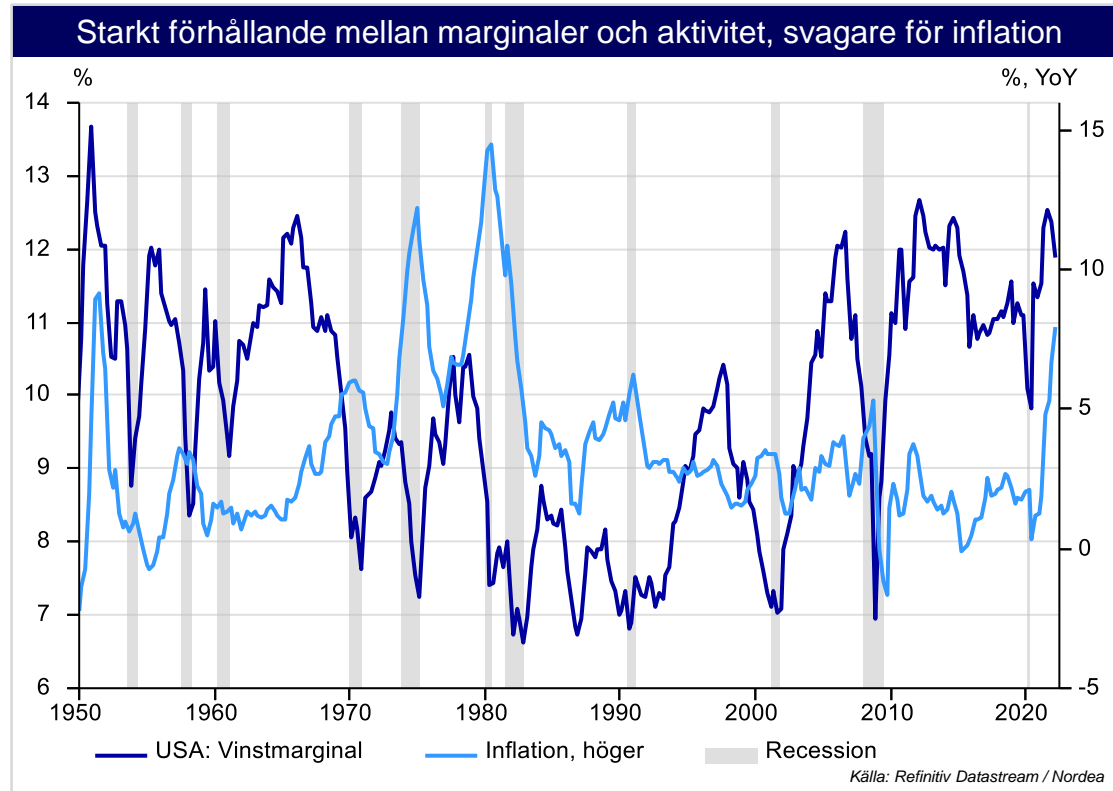
*Fair-value P/E is historical average risk premium (5 pp.) plus 5Y average of the 10Y TIPS yield

Positiv vinstutveckling men revideringstakten kommer bromsa in



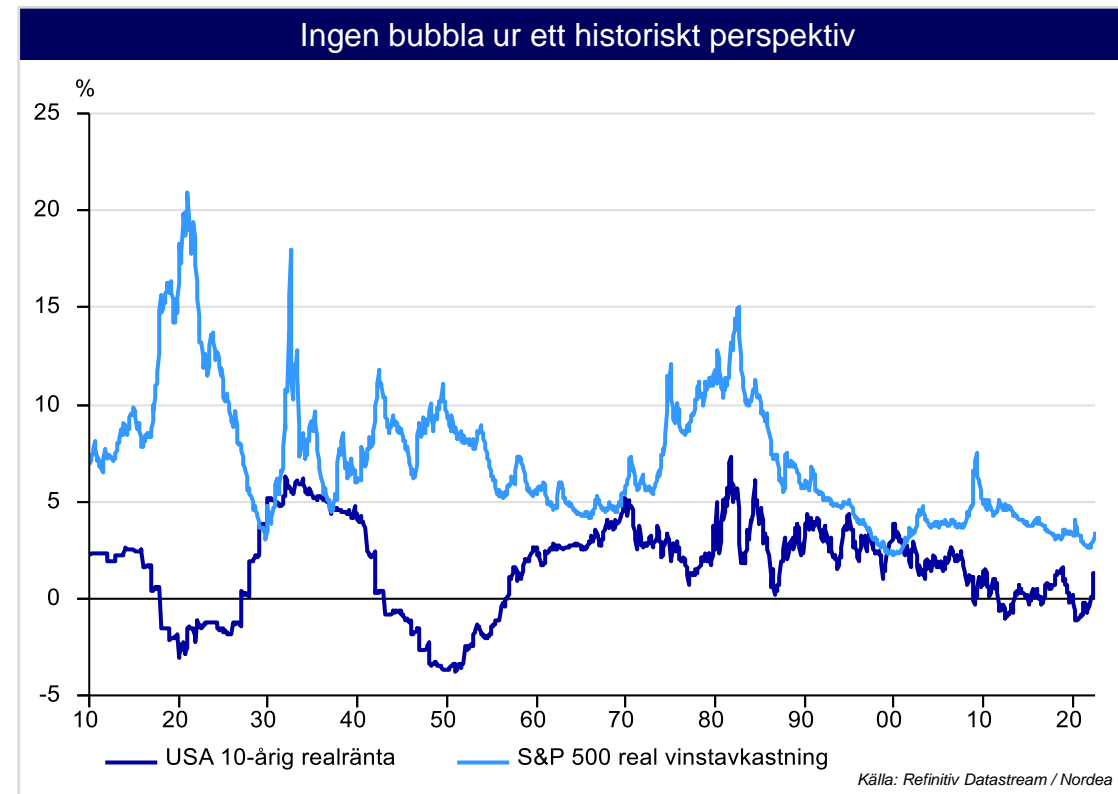
- Positiv vinstutveckling har varit en medvind för aktiemarknaden, men den positiva utvecklingen kommer normaliseras framöver.
- Medvinden kommer hålla i sig framöver, men kommer samtidigt vara avtagande. Indikatorer pekar på vinsttillväxt över det historiska snittet på runt 10 %.
- Sannolikt finns det fortfarande utrymme för ytterligare positiv revidering av vinstestimaten, men uppsidan är mindre nu än tidigare.

Marginalerna ser överlag goda ut, men stora skillnader mellan olika sektorer



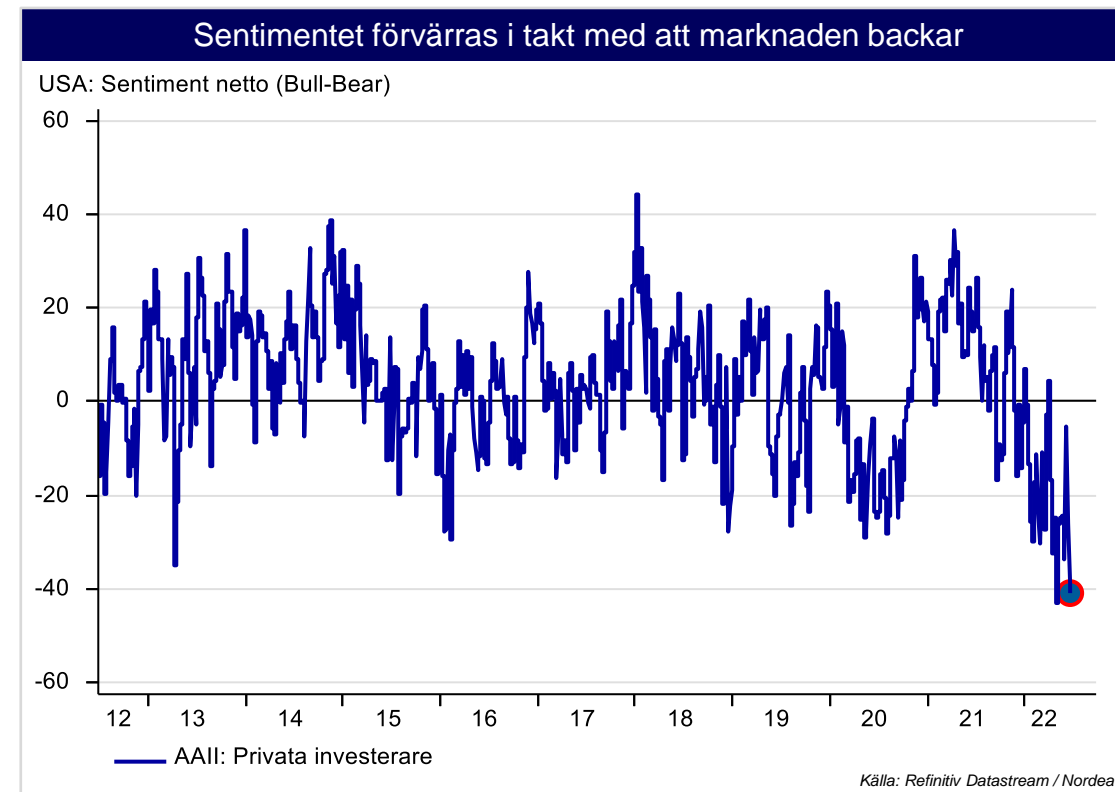
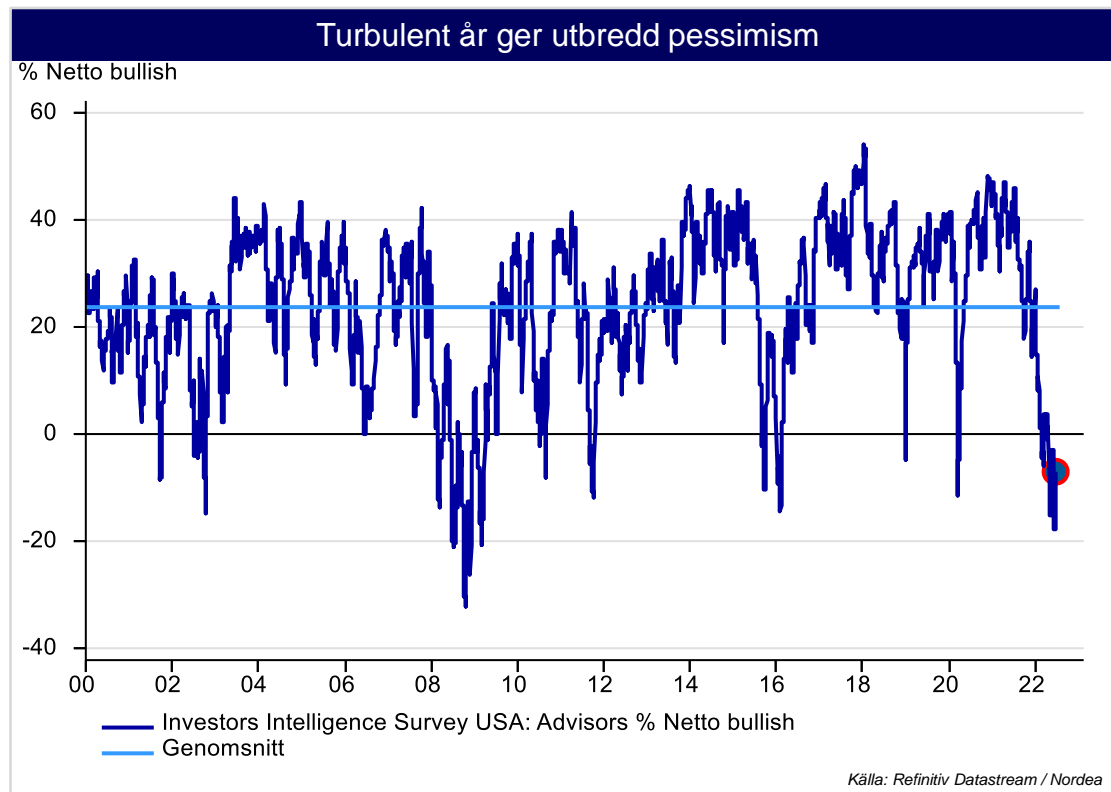
- Vinstmarginalerna har nått höga nivåer tack vare en ökad operationell effektivitet, växande intäkter samt en lägre belåning.
- Utbredd oro för att ökade kostnader ska öka pressen på marginalsidan. För vissa sektorer stämmer det, men andra upplever samtidigt ökad omsättning.
- Från ett aggregerat perspektiv finns ett större samband mellan marginalutveckling och ekonomisk aktivitet. Sambandet med inflation mindre tydligt.

Lägre värdering ger högre förväntad avkastning



- Globalt sett har värderingen i aktiemarknaden fallit tillbaka till nivåer där det, bortsett från finanskrisen, varit historiskt fördelaktigt att investera på lång sikt.
- Däremot finns det fortfarande utrymme för värderingen att falla mot nedre delen av det historiska spannet. Men värderingar har definitivt nått attraktiva nivåer.
- Jämfört med historisk värdering, relativt obligationer, ser aktier fortsatt attraktivt värderade ut. Stöd från obligationsmarknaden vid ett mer negativt scenario.

Investerare mycket pessimistiska



- Marknaden präglas ofta av utbredd pessimism när aktiemarknaden faller, och i år har sentimentet fallit över en klippkant.
- Stigande räntor och kriget i Ukraina ger ökad volatilitet och minskat risktagande. Exponeringen mot aktier har minskat och kassanivån är historiskt hög.
- Ett historiskt negativt sentiment tillsammans med en mycket defensiv positionering ger uppsiderisk från nuvarande nivåer. Fortsatt hög volatilitet framöver.

Politik kvar på agendan

Kina

- Den kinesiska policyn med nolltolerans mot nya Covid-fall kommer negativt påverka den globala ekonomin via produktionsbortfall och förnyade problem i försörjnings- och leverantörsleden.
- Det långsiktiga avtalet mellan Kina och Ryssland som utmanar den nuvarande politiska och militära ordningen kommer att skapa friktion, särskilt med väst.



Kriget i Ukraina

- Kriget i Ukraina har fört med sig ökad volatilitet. Successivt avtar osäkerheten och effekterna av kriget prisas in.
- Sanktionerna påverkar råvarumarknaden, bidrar till högre inflation, och påverkan även tillväxten. Mest påverkat är Europa, men den negativa påverkan kommer mest sannolikt mötas av investeringar och expansiv finanspolitik.

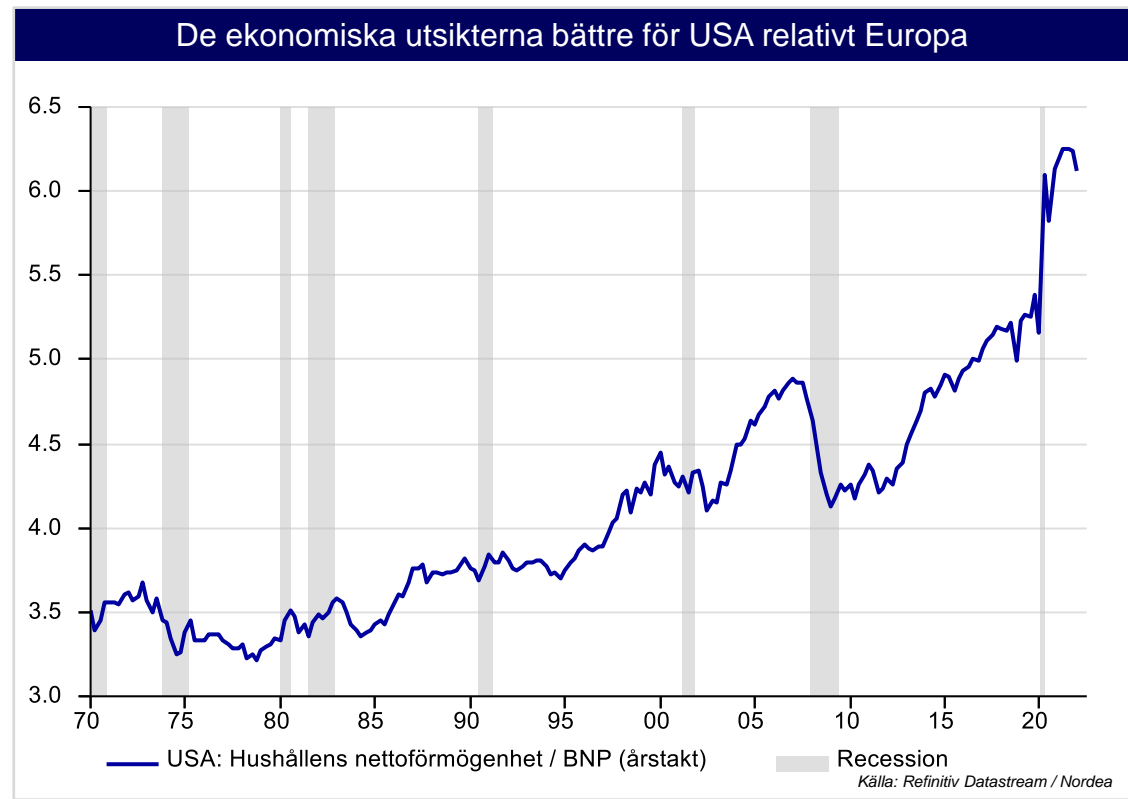
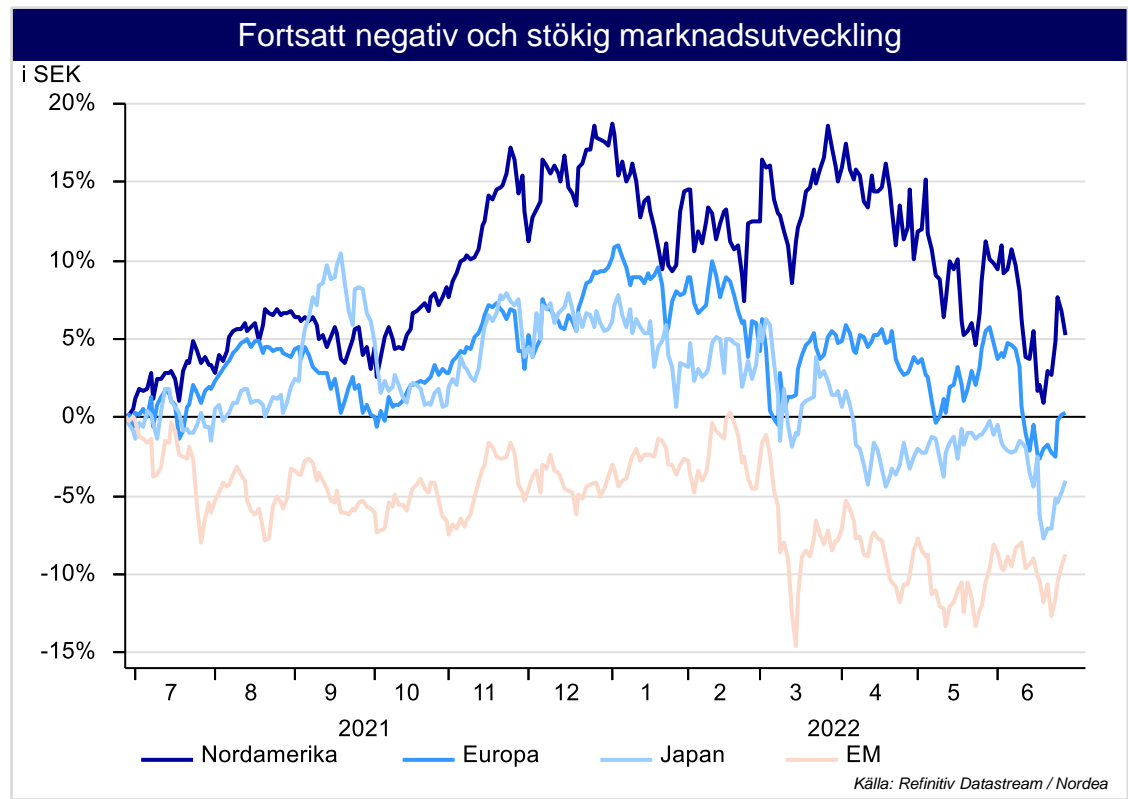


Amerikansk politik

- Mellanårsval i USA till hösten. Sittande president har lågt förtroende i opinionsundersökningarna och om det vore val idag skulle republikanerna ta över Kongressen.
- Marknaden förväntar sig inte några större stödpaket i USA. En granskning av tarifferna mot Kina är möjlig.

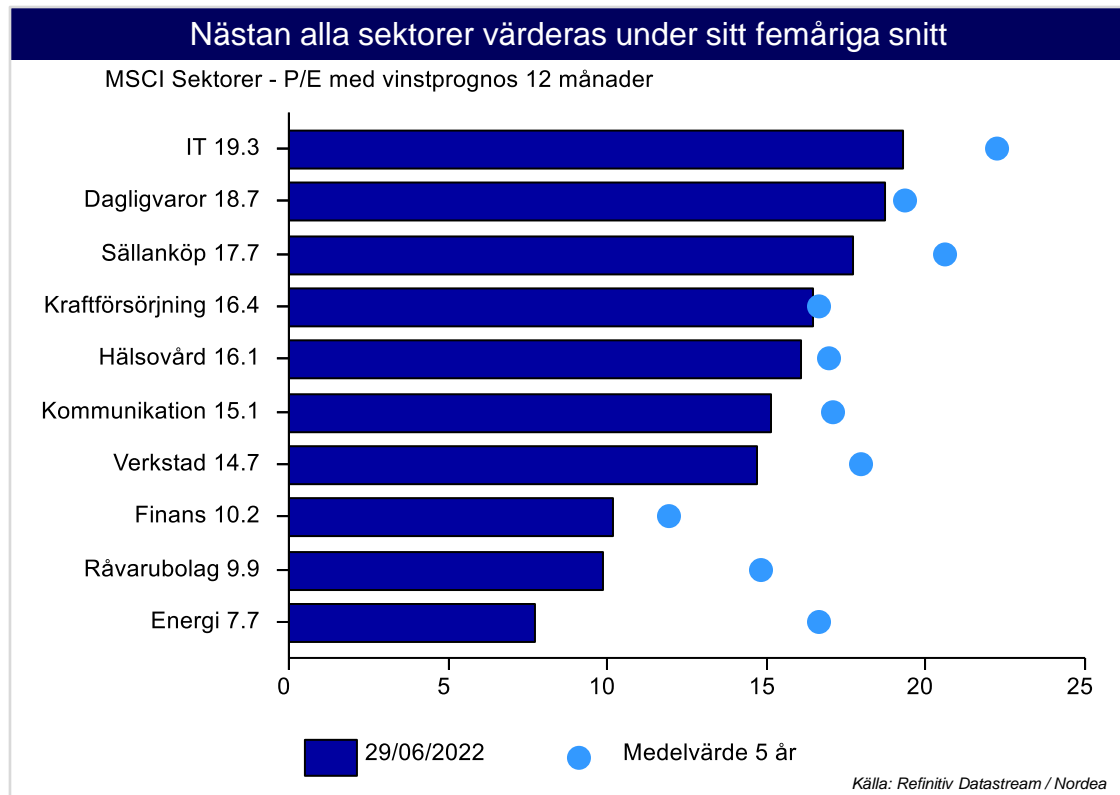


Övervikt USA vs Europa



- Givet en miljö präglad av osäkerhet tror vi att investerare kommer fokusera på kvalitet, vilket talar till fördel USA och den amerikanska aktiemarknaden.
- Goda tillväxt- och vinstutsikter i USA relativt Europa, men en starkare dollar en risk. Starkare konsumenter i USA och högre energipriser i Europa.
- Utvecklingen i Ukraina påverkar Europa mer än USA. En del politiska risker i USA balanseras upp av en starkare dollar.

Bakslag för råvarusektorer när tillväxten dämpas och risken för recession ökar

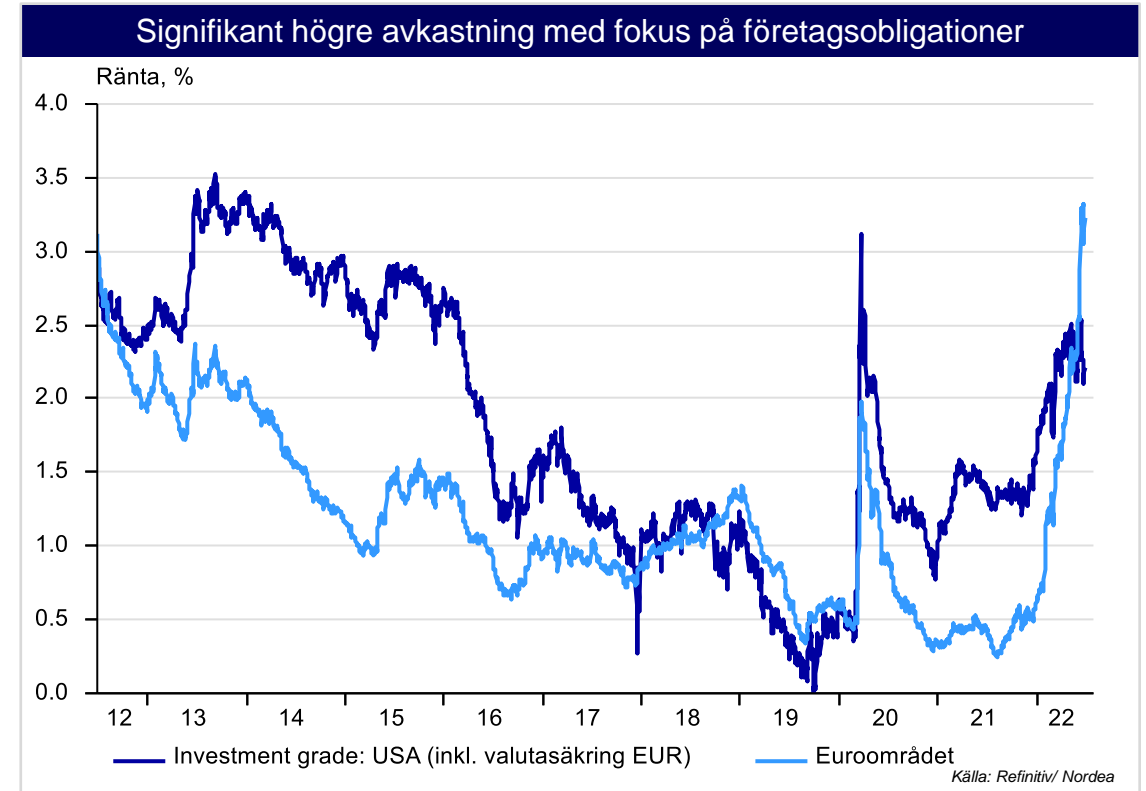
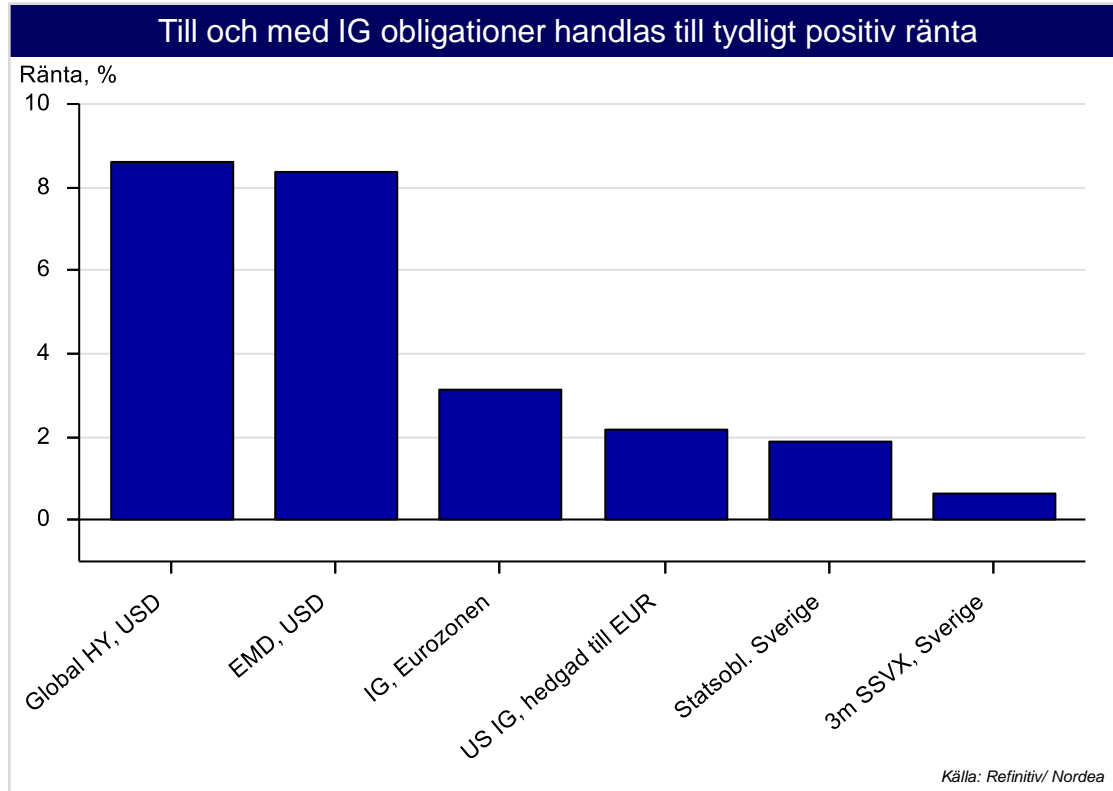


IT och Hälsovård övervikt, konsumensktorer undervikt

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

- Tillväxtprognoserna har skruvats ned. Sektorer som tidigare gynnats av högre råvarupriser faller tillbaka när efterfrågan förväntas bli lägre.
- Avtagande tillväxt i försäljning och kraftigt växande lagernivåer en risk för konsumentsektorer. Vi förväntar oss att fler företag rapporterar lägre marginaler.
- Vi positionerar oss i sektorer med kvalitetsbolag som har en historia av stark lönsamhet, god prissättningsförmåga, och som får stöd av sekulära trender.

Obligationer har blivit ett attraktivt alternativ



- Obligationer har underpresterat under 2022 när räntorna stigit. Positivt är att avkastningsprofilen är betydligt mer attraktiv nu än tidigare.
- Svagare tillväxtutsikter och hög volatilitet har fått företagsobligationsräntan att stiga kraftigt. Kreditvärdigheten hos företagen är dock fortsatt god.
- Vi förväntar oss att långa räntor fortsätter stiga i måttlig takt. Behåller neutral allokeringen givet osäkra utsikter och den nuvarande räntehöjningsmiljön.

Nordea Global Asset Allocation Strategy Contributors

Global Investment Strategy Committee (GISC)

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

Andreas Østerheden
Chief Investments Strategist
Andreas.osterheden@nordea.com
Denmark

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.