



Hett, men inte för hett (uppdatering)

Global Asset Allocation Strategy
Augusti 2021

Hett, men inte för hett (uppdatering)

ÖVERVIKT AKTIER

- Efter en kortare paus har aktiemarknaden återigen börjat stiga. Fed kommunicerar ett högaktigare budskap, och minskade stödköp kan komma tidigare än väntat. Vi tror inte att ett sådant besked kommer flytta aktiemarknaden i någon större utsträckning.
- Såväl makro- som vinstutsikter ger fortsatt stöd, även om det på marginalen är mindre än tidigare. Tillväxten kommer att fortsätta, men i en lägre takt, och förväntningarna blir allt svårare att slå. Fortsatt medvind dock, och vi behåller övervikten på aktiesidan.

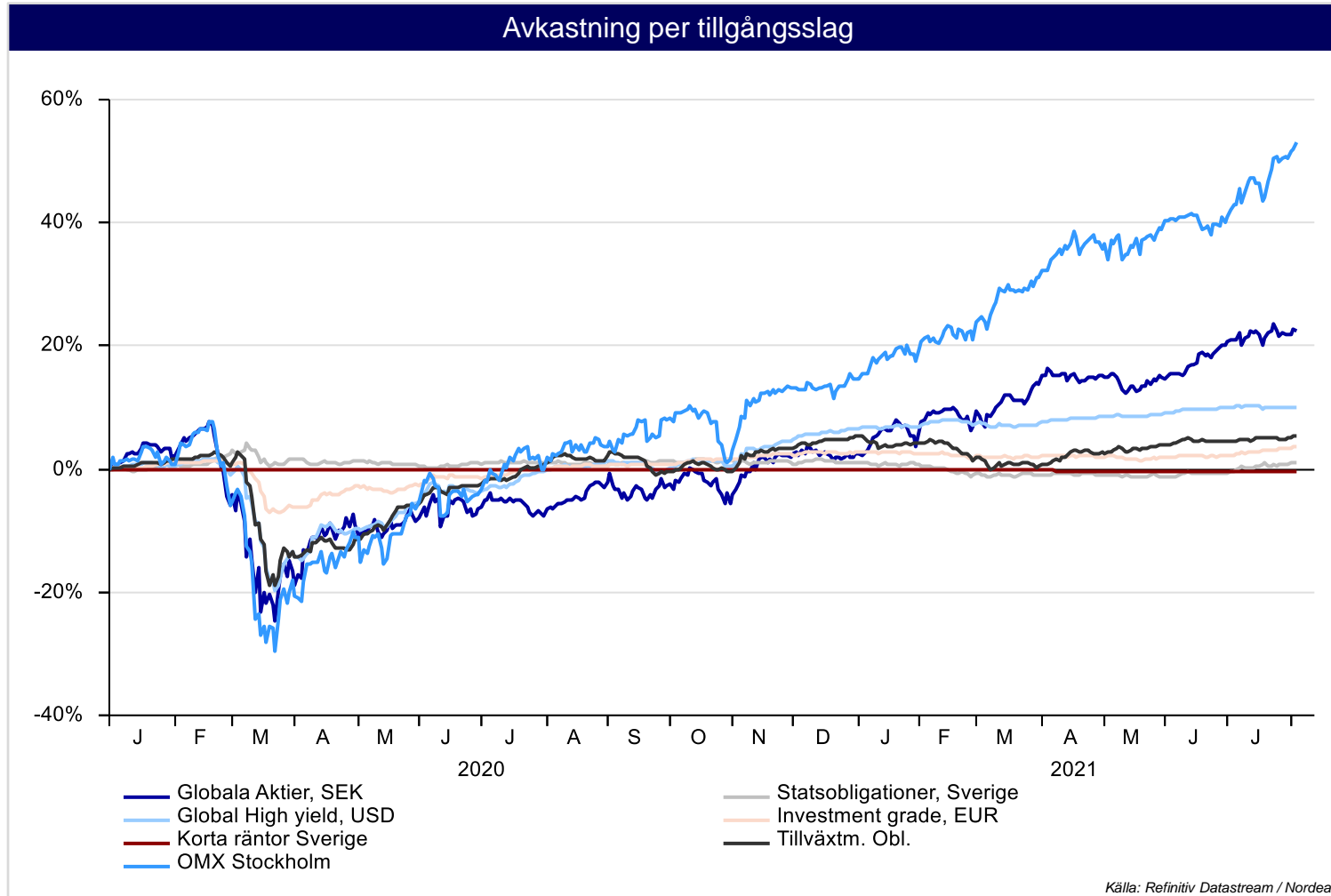
AKTIESTRATEGI: Övervikt Europa, Material och Finans

- Europa börjar få upp farten och vi räknar med att den positiva utvecklingen håller i sig, med stöd från en relativt sett lägre värdering och positiva vinstutsikter. I andra änden kommer inbromsningen i Kina att dämpa utvecklingen i tillväxtmarknader.
- Vi fortsätter att rekommendera övervikt mot sektorerna Material och Finans, som bör ha mer att ge när ekonomin stärks och räntorna stiger. De mer räntekänsliga och defensiva sektorerna Dagligvaror och Hälsovård förblir undervikter.

RÄNTESTRATEGI: Övervikt europeisk Investment Grade

- Efter konsolidering i den långa änden av räntekurvan rekommenderar vi minskad duration och nedgraderar tillväxtmarknadsobligationer till neutral. Vi höjer europeiska företagsobligationer inom Investment Grade till övervikt på lägre duration och europeiska räntor som kommer att stiga i långsammare takt än motsvarande amerikanska.

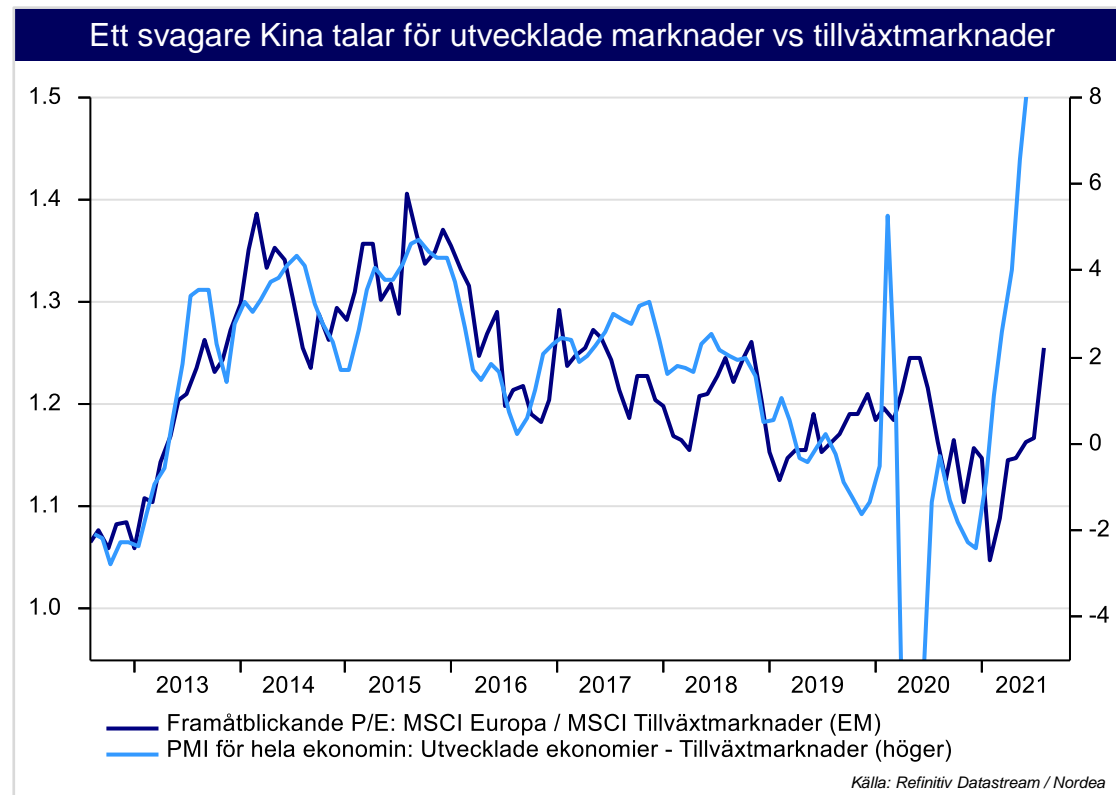
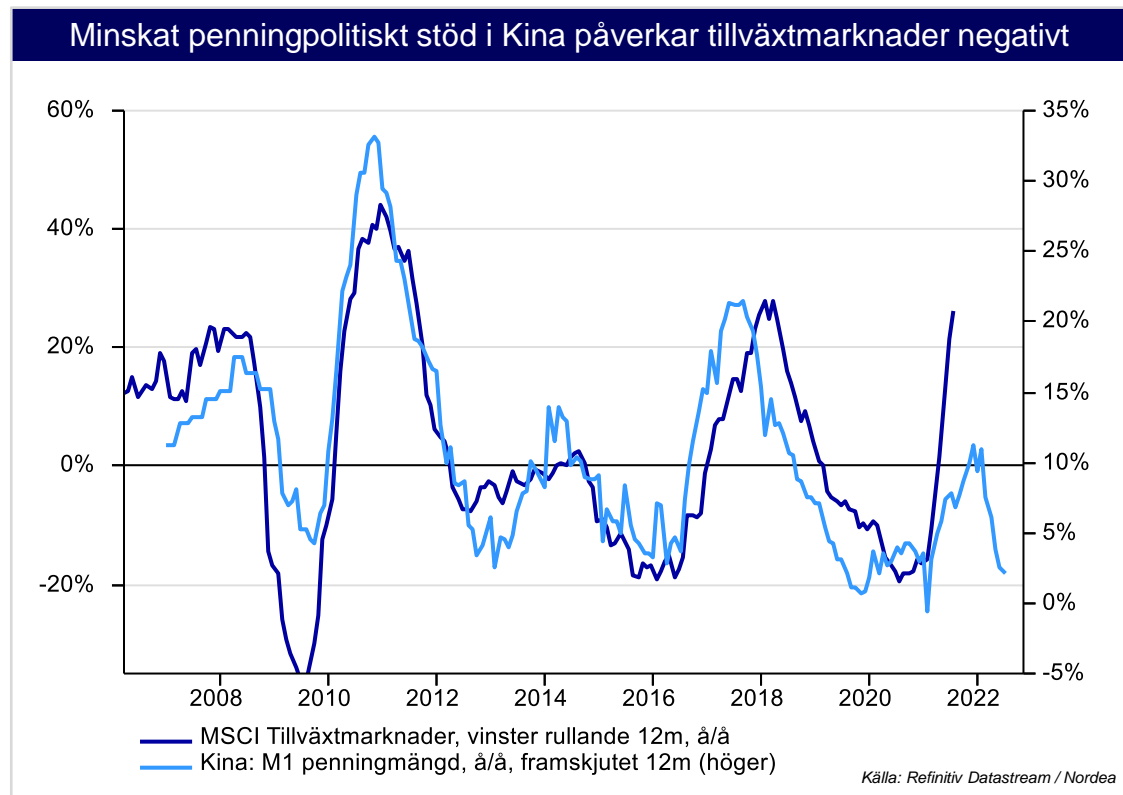
Utveckling och rekommendationer, augusti 2021



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.				

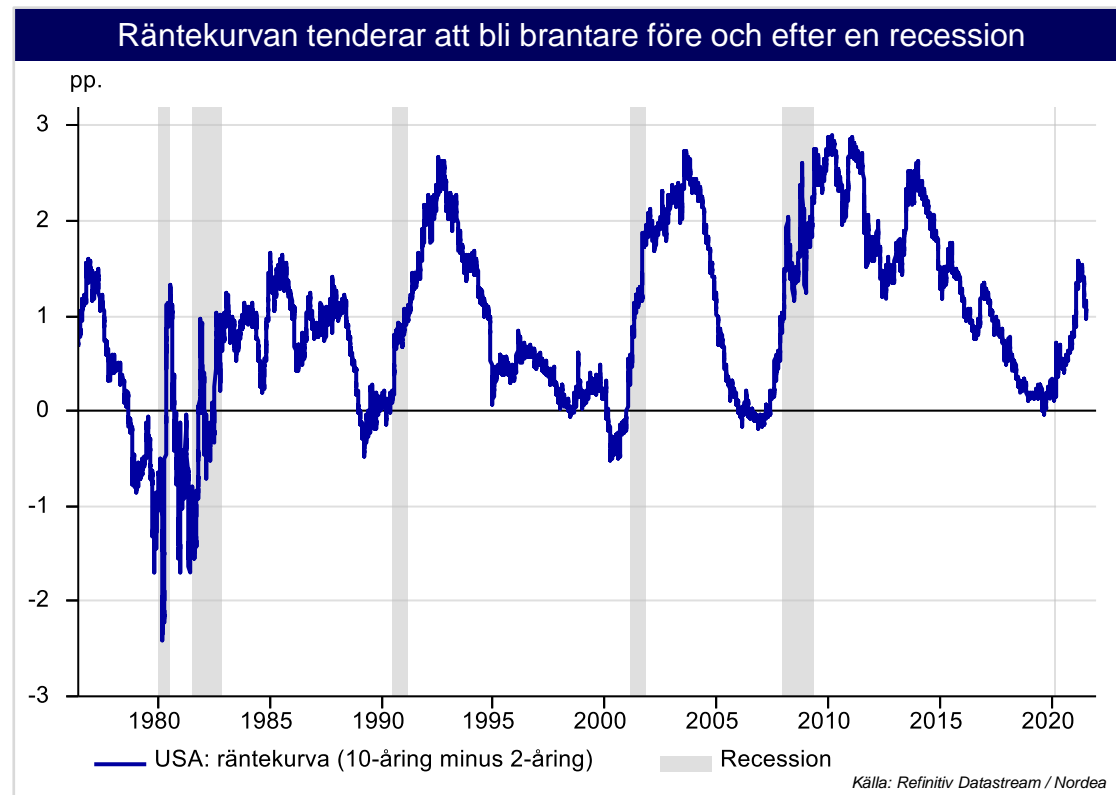
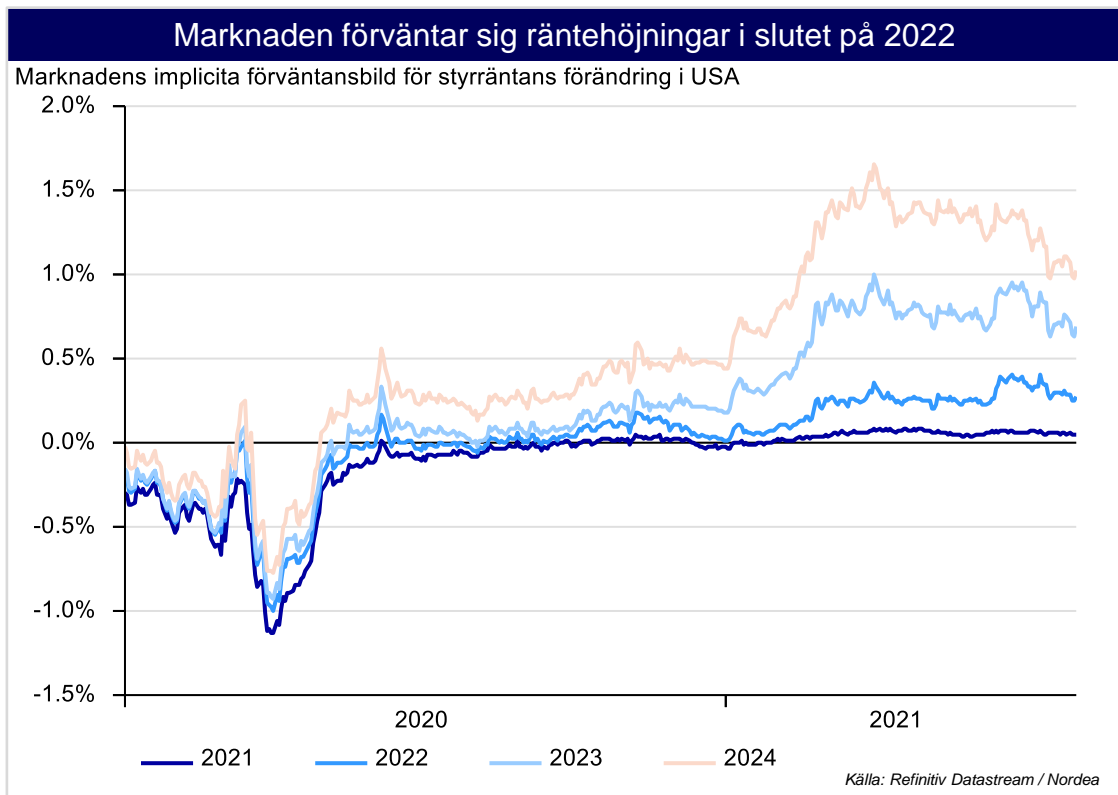
Nuvarande allokering
 Föregående allokering

Övervikt Europa och undervikt tillväxtmarknader på kinesisk åtstramning



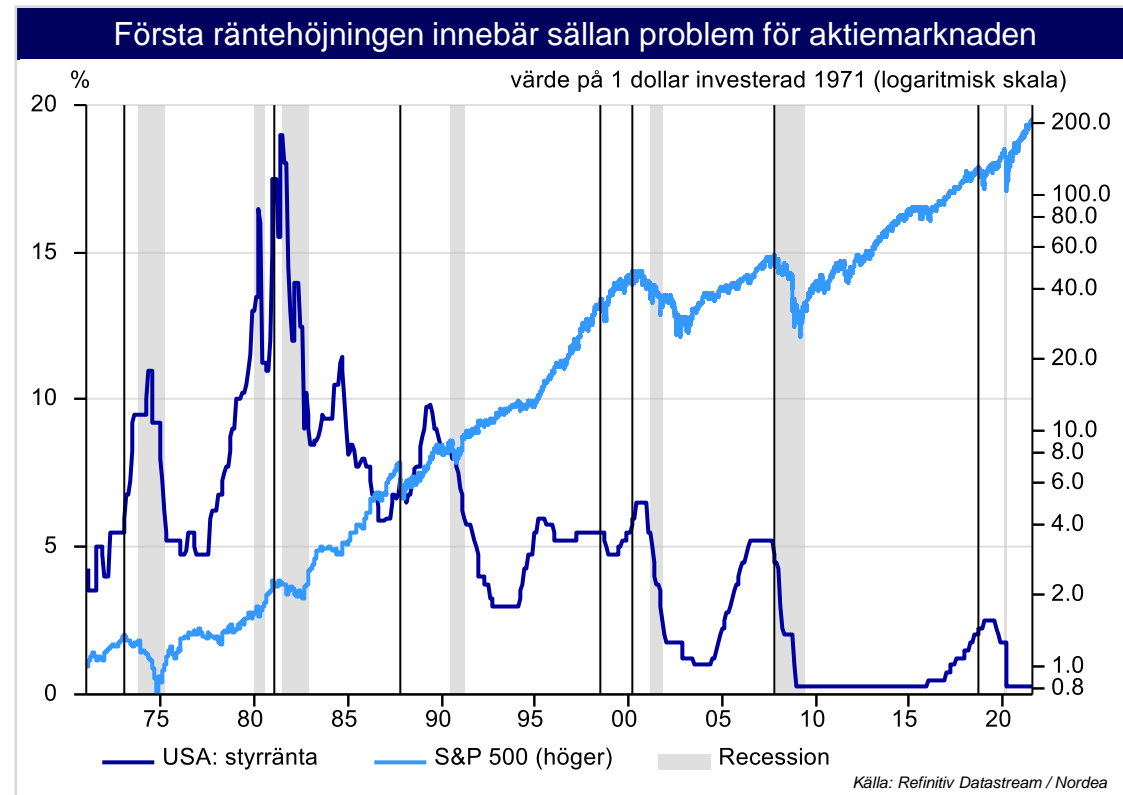
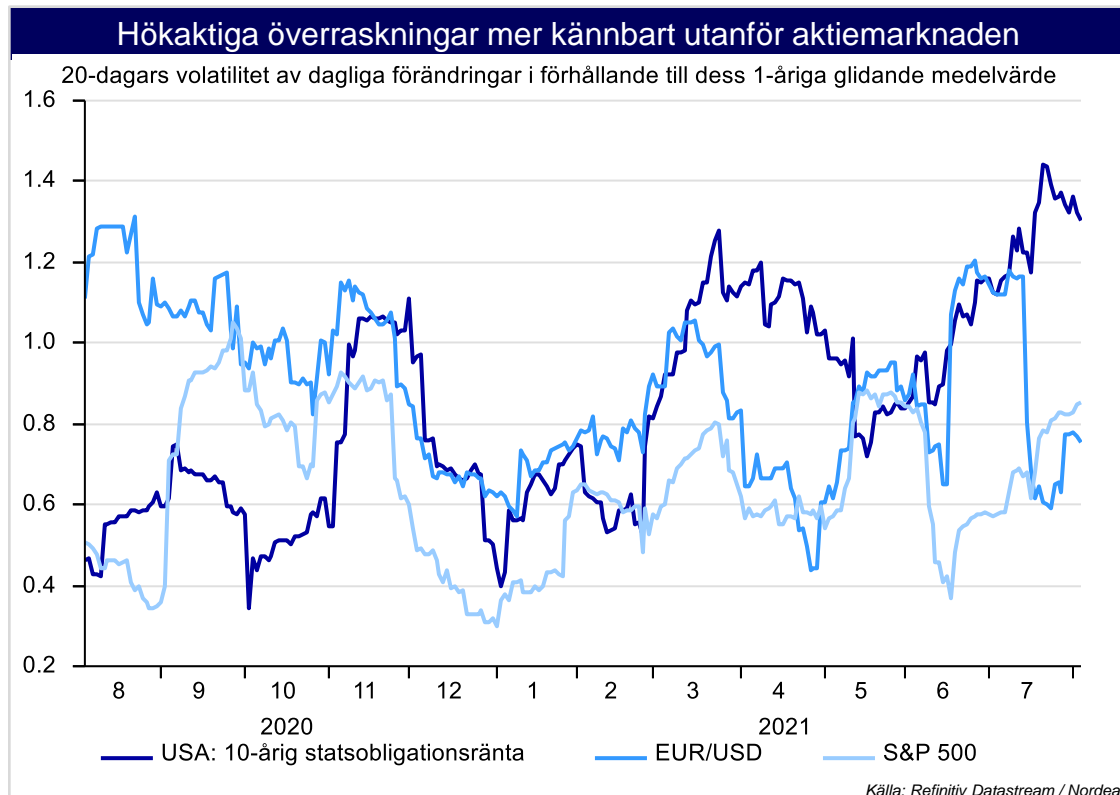
- Omfattande stimulanser i USA och Europa samtidigt som Kina stramar åt och bromsar in talar för utvecklade marknader framför tillväxtmarknader inom aktier.
- Den kinesiska åtstramningen blir allt mer påtaglig vilket kommer påverka inte bara Kinesisk makro utan även vinstcykeln i både Kina och tillväxtmarknader.
- Europa har goda vinstutsikter och en relativt sett lägre värdering. Ökad vaccinationstakt, lättade restriktioner, och positivt ekonomisk momentum.

Monetär policy kommer hållas stimulerande, men åtstramning lär gradvis inledas



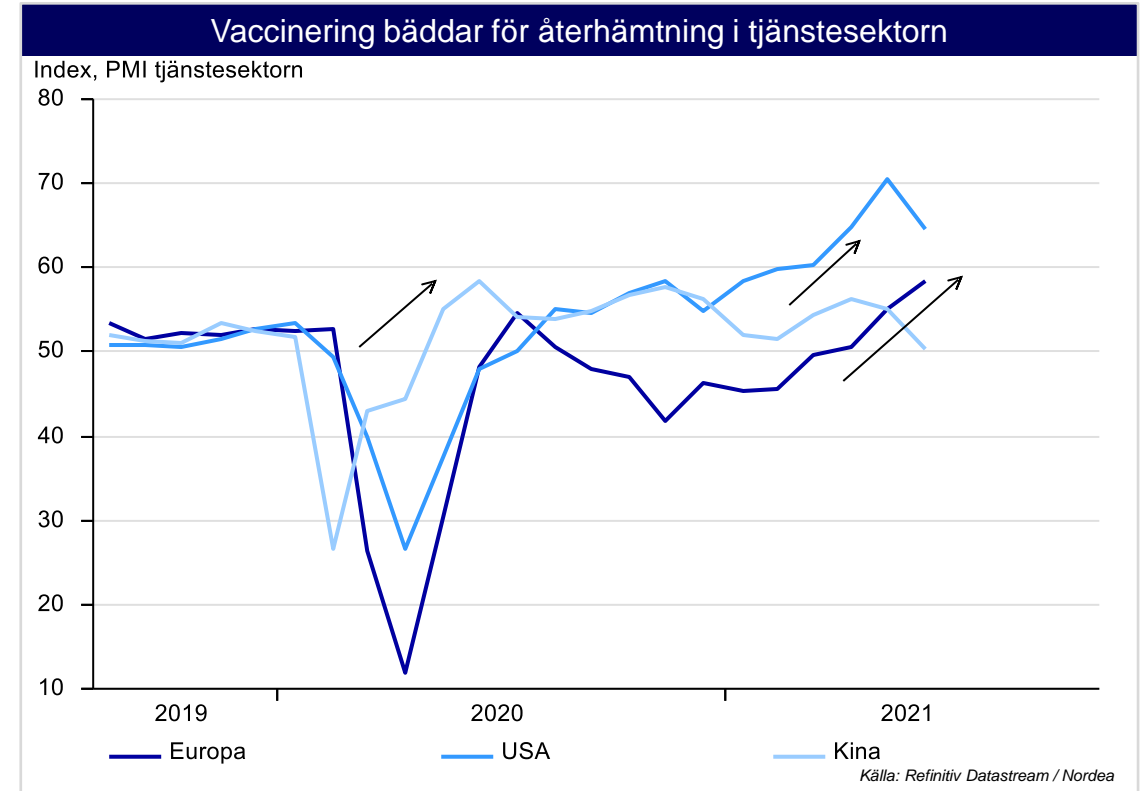
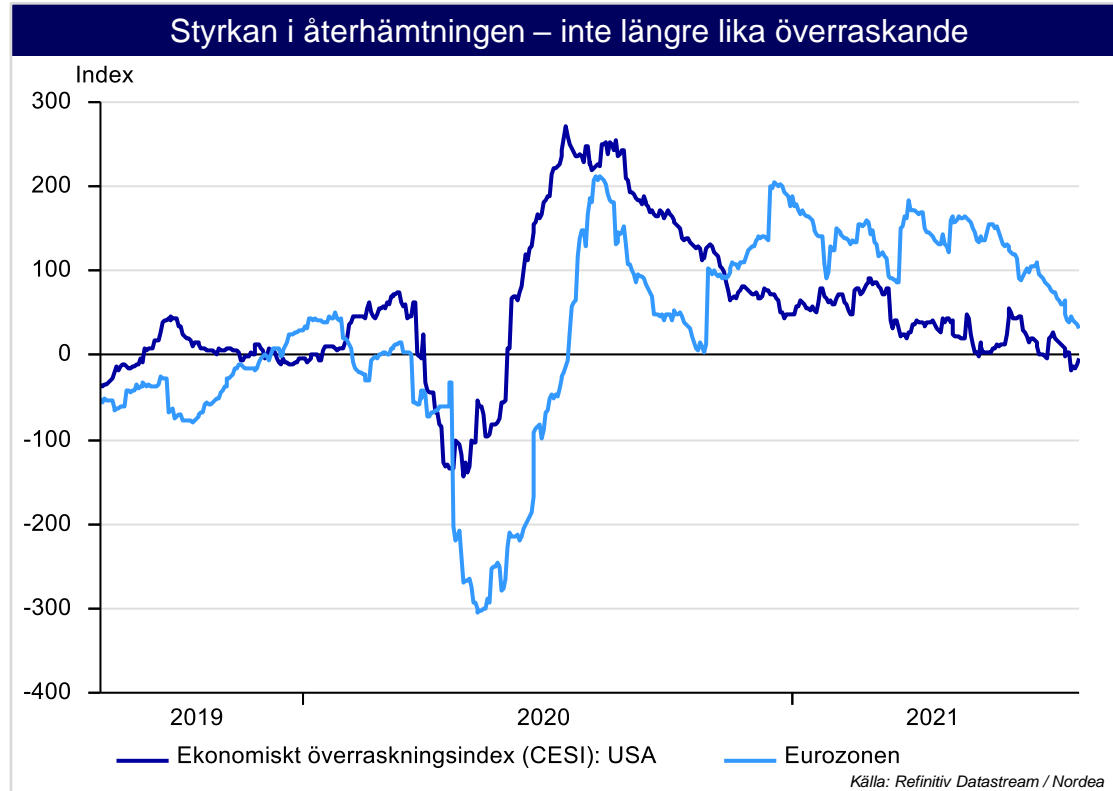
- Efter den mer hökaktiga tonen i Juni erbjöd Juli månads mötesprotokoll från Federal Reserve begränsat med ny information, med oförändrad policy.
- Ekonomin har gjort framsteg, men Fed säger att det fortfarande är en bit kvar innan det kan räknas som de avsevärda framsteg centralbanken eftersträvar.
- Fed har nu signalerat att en nedtrappning av tillgångsköpen (tapering) annonseras under hösten, vilket innebär att det bör vara inprisat till hög grad.

För tidigt för investerare att börja oroa sig för Fed



- Hökaktiga överraskningar från Fed fick marknaden i gungning, men störst påverkan hade det utanför aktiemarknaden, med fokus på valuta och räntor.
- Kortvarig volatilitet i aktiemarknaden där investerare snabbt insåg att en förändring på marginalen inte är tillräckligt för att få stopp på uppgången.
- Historiskt sett har det också varit i slutet på en räntehöjningsfas som problemen uppstått, inte i början.

Stor aktivitetsökning när ekonomin öppnar upp



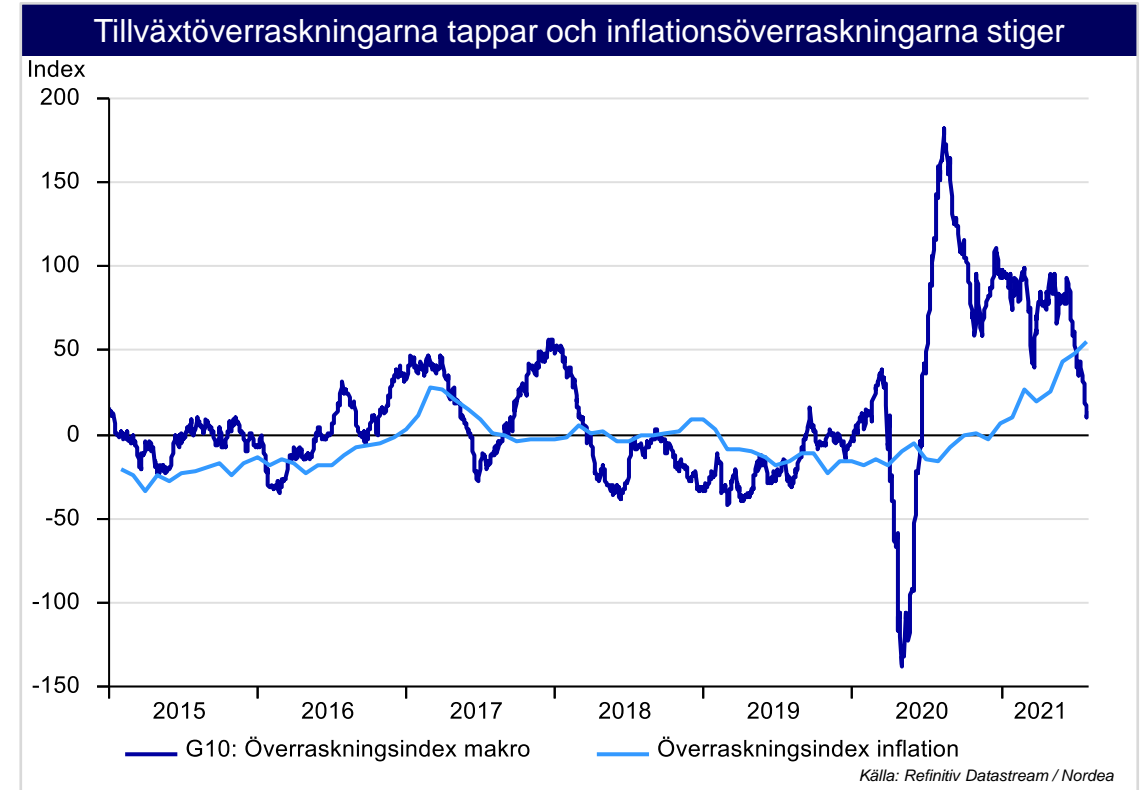
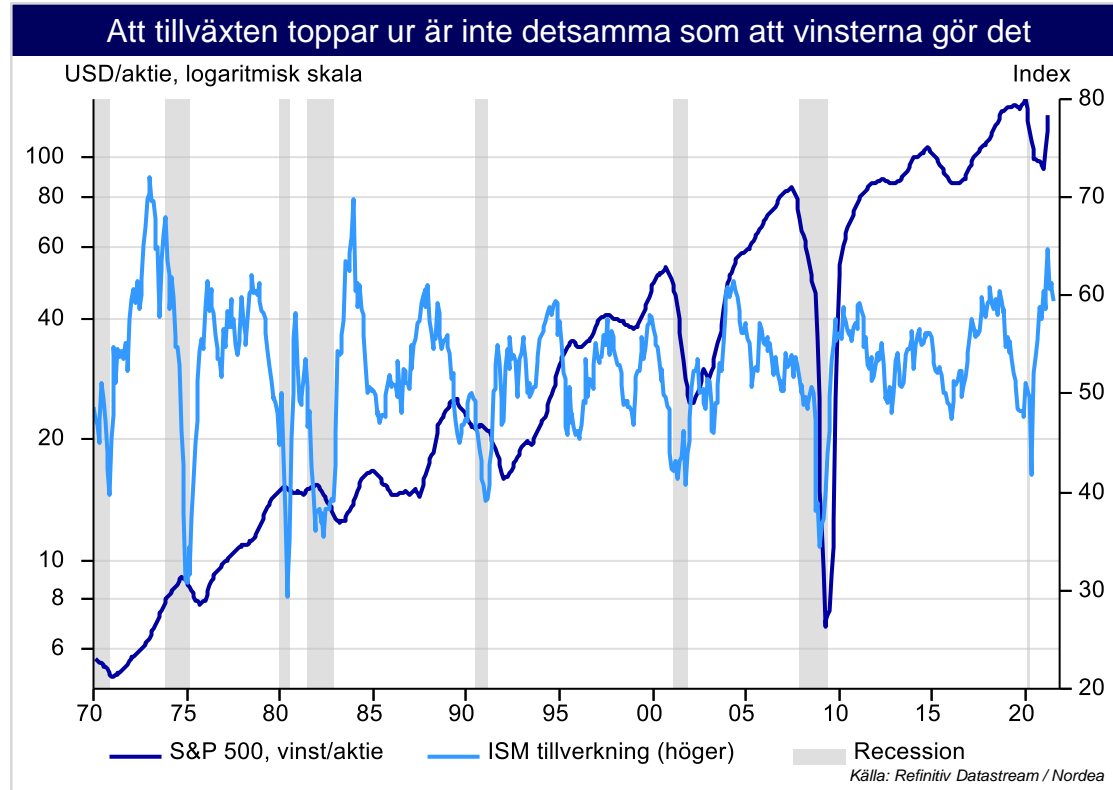
- Den mycket starka efterfrågeökningen på varor har lyft makrodata, som i sin tur eldat på sentimentet och utvecklingen för riskfyllda tillgångar.
- Den starka återhämtningen kommer att fortsätta, också hjälpt av efterfrågan på tjänster, även om delta-varianten kan väga bitvis.
- Stark ekonomisk tillväxt kommer stödja aktier, men som redan syns i USA kommer makroförväntningarna inte längre att slås med råge.

Finanspolitiskt stöd även efter återhämtningen

- Budgetunderskottet i både USA och euroområdet kommer att krympa under 2022 då behovet av extraordinärt inkomststöd till den privata sektorn minskar. Detta bör inte ses som finanspolitisk åtstramning. COVID-relaterade inkomststöd till den privata sektorn kommer kompenseras för via ökad ekonomisk aktivitet.
- Inom EU ligger skattelättnaderna kvar till 2023. Ingen risk för tidig åtstramning. Det covid-relaterade stödet kommer finnas på plats så länge det behövs.
- EU:s räddningsfond (5% av BNP över 5 år), skattelättnader och låga räntor, innebär ökning av BNP via ökade offentliga utgifter.
- Fokus på infrastrukturinvesteringar och strukturreformer (särskilt i Italien) bör också lyfta tillväxttenden.
- Bidens finanspolitiska planer för de kommande åren innebär en stor ökning av efterfrågan och BNP, även om den delvis finansieras via högre skatter. Biden kommer få svårt att få igenom hela planen genom Kongressen. Enklare att få igenom ökade offentliga utgifter än skattehöjningar.
- Nettot blir en avsevärd ökning av BNP med en positiv effekt på förväntad EPS, detta trots en högre bolagsskatt.

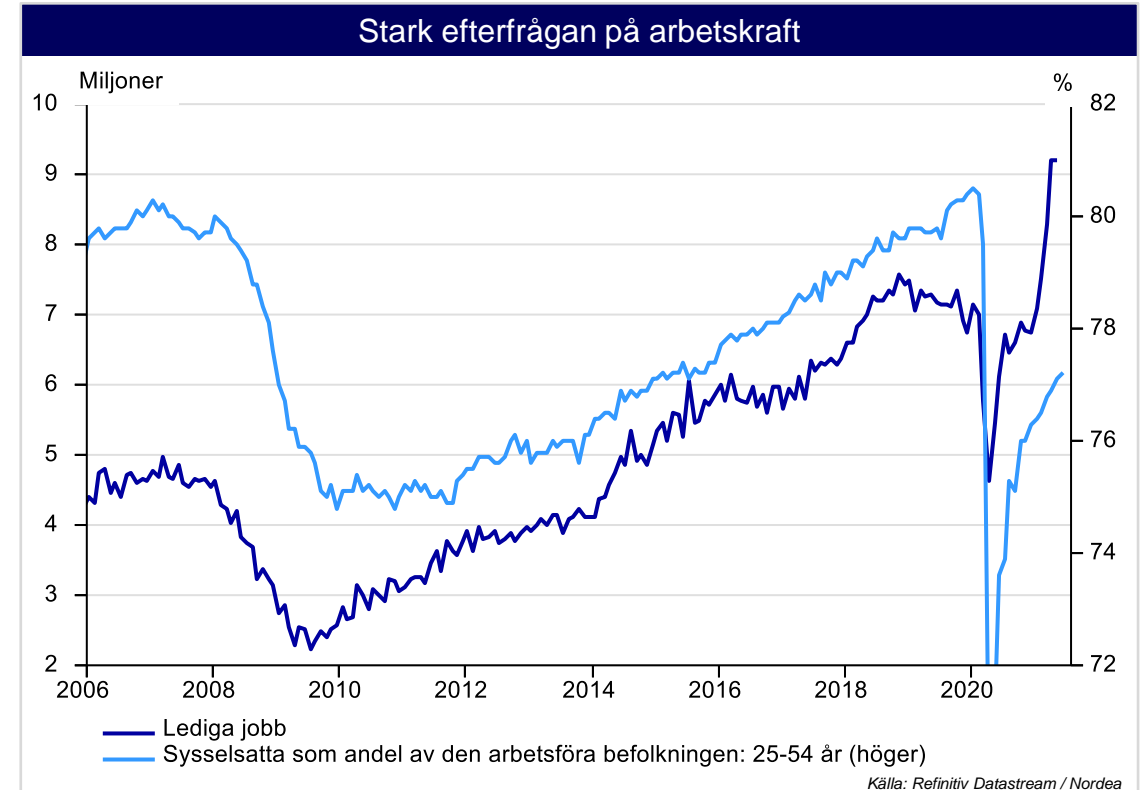


Tillväxten fortsatt stark, även om vi är på väg att nå en topp



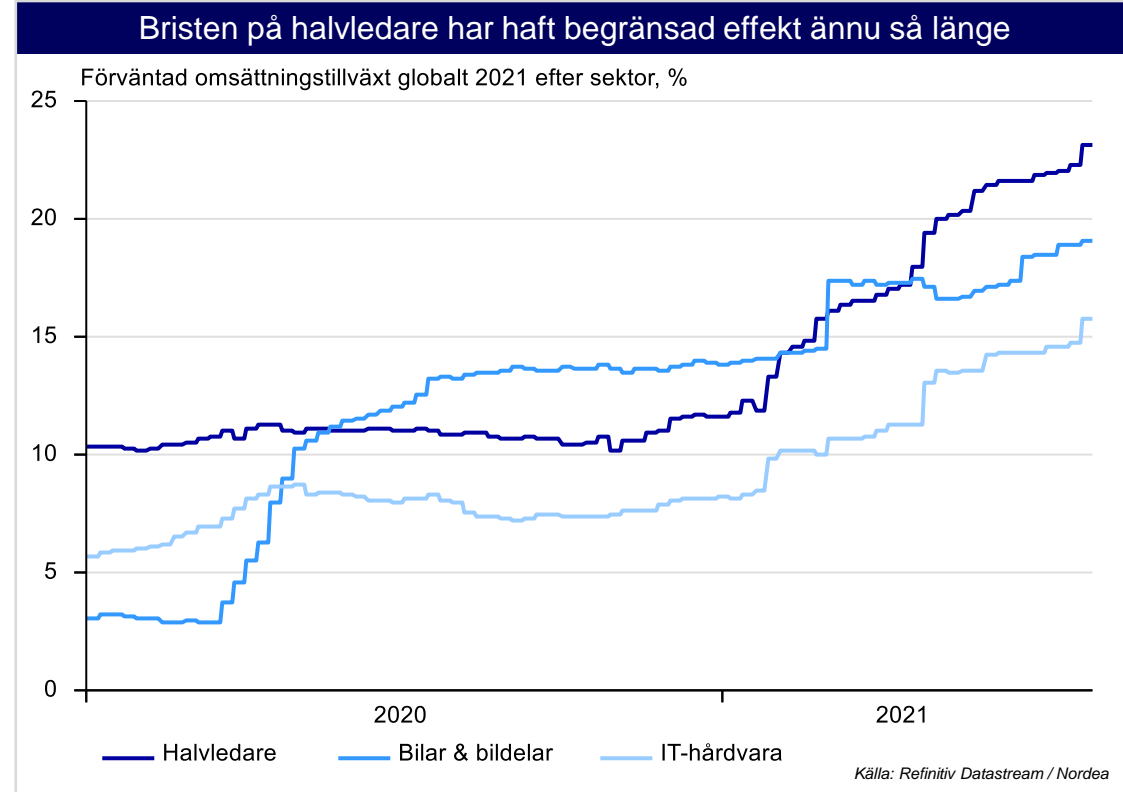
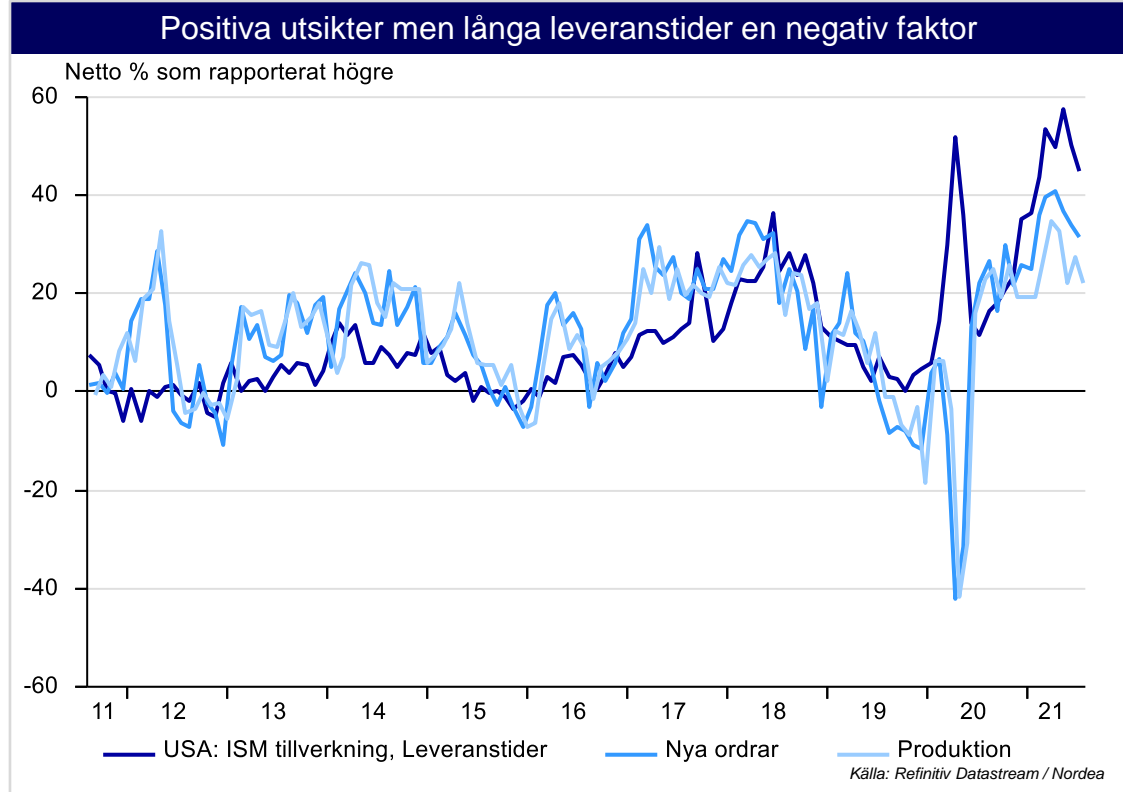
- Att tillväxten är på väg att nå en topp innebär sannolikt att den starkaste avkastningen ligger bakom oss.
- Även om ledande indikatorer når en topp betyder inte det att vinstutvecklingen gör detsamma. Det finns fortfarande utrymme för marginalförbättring.
- Inflations- och tillväxtutsikterna fortsätter att oroa marknaden. Vi ser inflationsökningen som tillfällig, fortsatt god tillväxt, och att Fed agerar försiktigt.

Stark efterfrågan på arbetskraft, men stort utbud motverkar ökad löneinflation på kort sikt



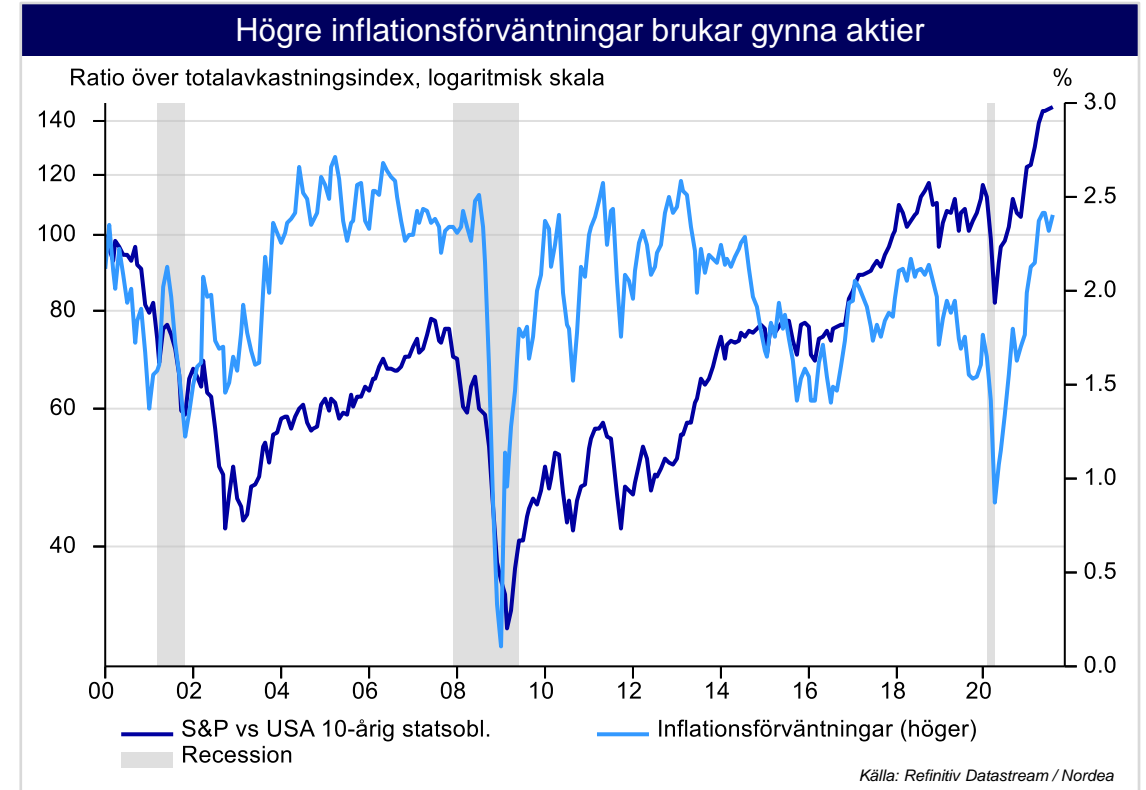
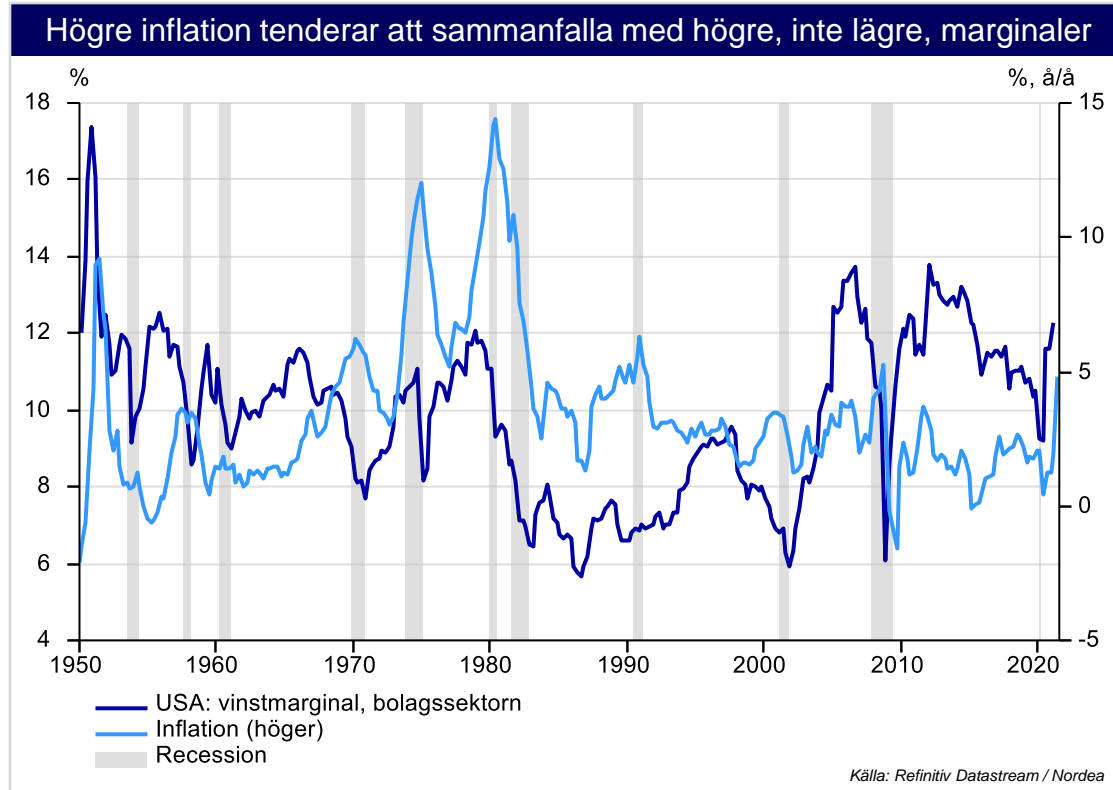
- Ökad ekonomisk aktivitet ger högre inflation. Både centralbanker och marknaden förväntar sig att inflationen stiger, i alla fall i det korta perspektivet.
- Stark efterfrågan på arbetskraft i USA, men utbudet hålls tillbaka av t ex rädslan för att bli smittad, brist på barnpassning, och hög arbetslöshetsersättning.
- Risk för ökad löneinflation och därmed långsiktigt högre inflationsförväntningar, men utbudet kommer öka i och med att arbetslösheten fortfarande är hög.

Flaskhalsar gör det svårare att bedöma vinstutsikterna kommande kvartal



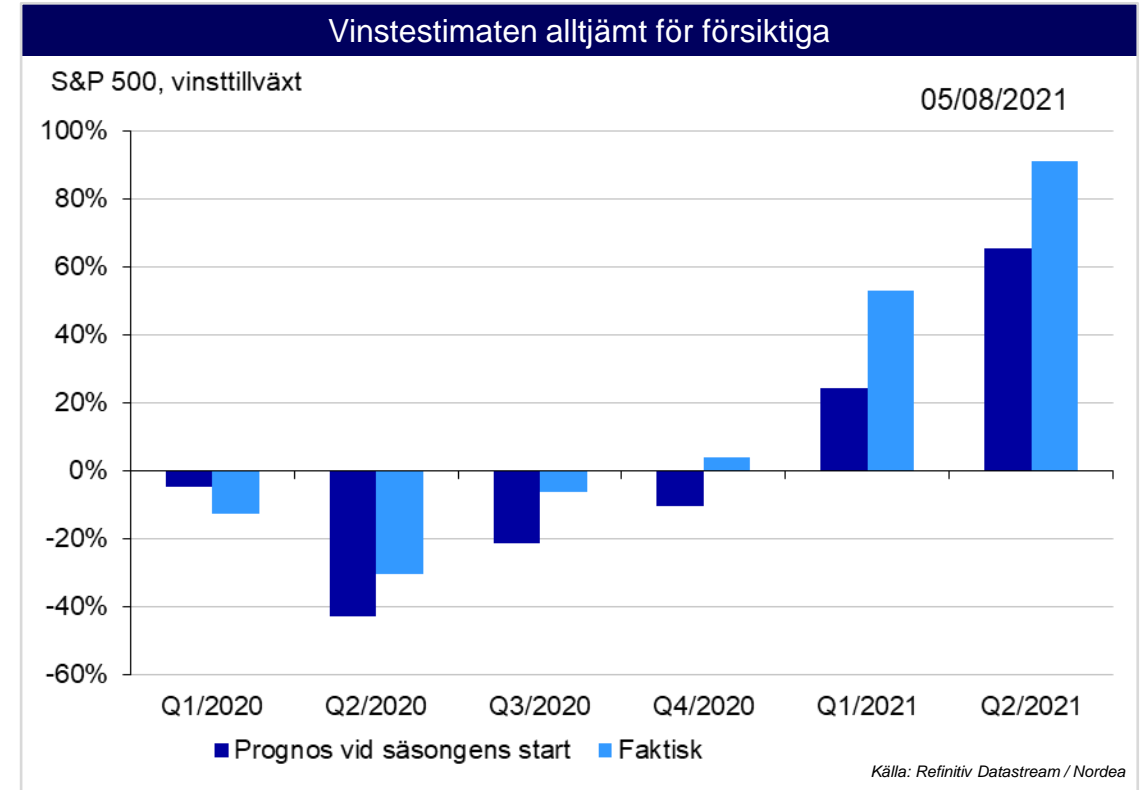
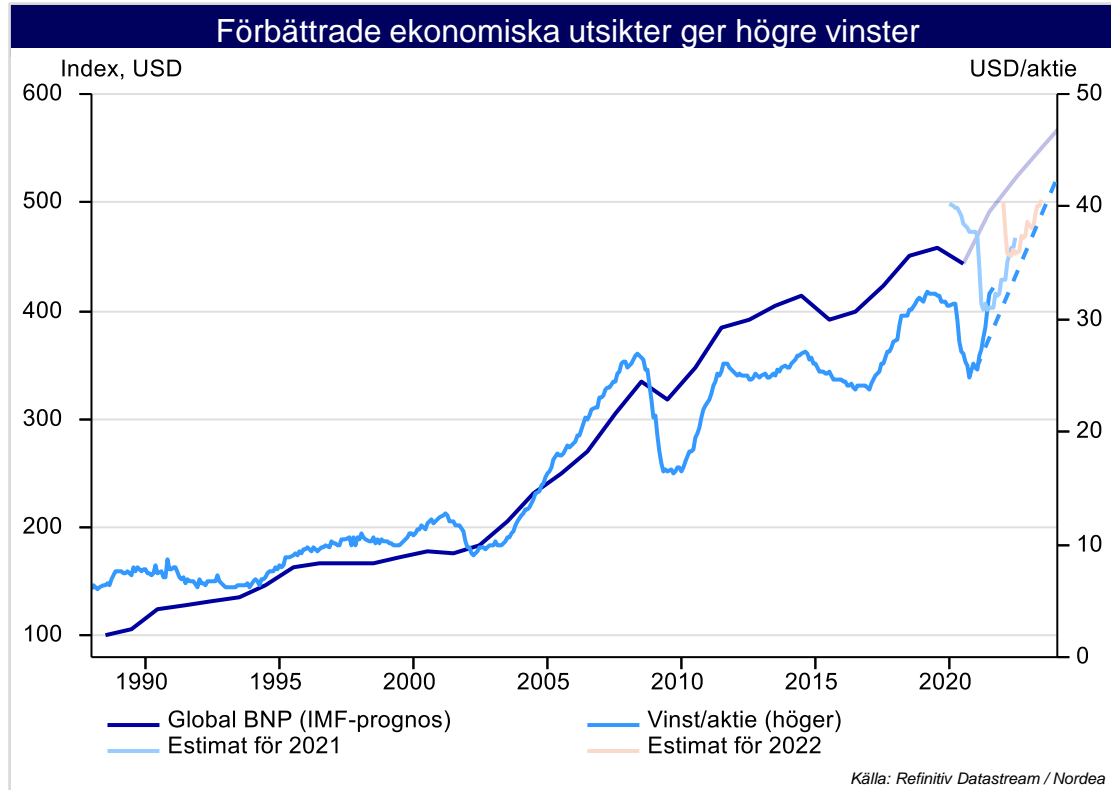
- Flaskhalsar med fokus på råvaror och halvledare. Ett resultat av kraftig kapacitetsminskning förra våren följt av en mycket kraftig efterfrågeökning.
- Högre kostnader för insatsvaror men kostnadsökningen har hittills kunnat föras vidare till slutkund. Omsättningstillväxten lär sannolikt begränsas något.
- Minskad visibilitet gällande vinstutvecklingen på kort sikt, men marknaden kommer sannolikt se bortom kortsiktiga problem och störningar.

Starkare tillväxt och högre inflation talar till fördel för aktier



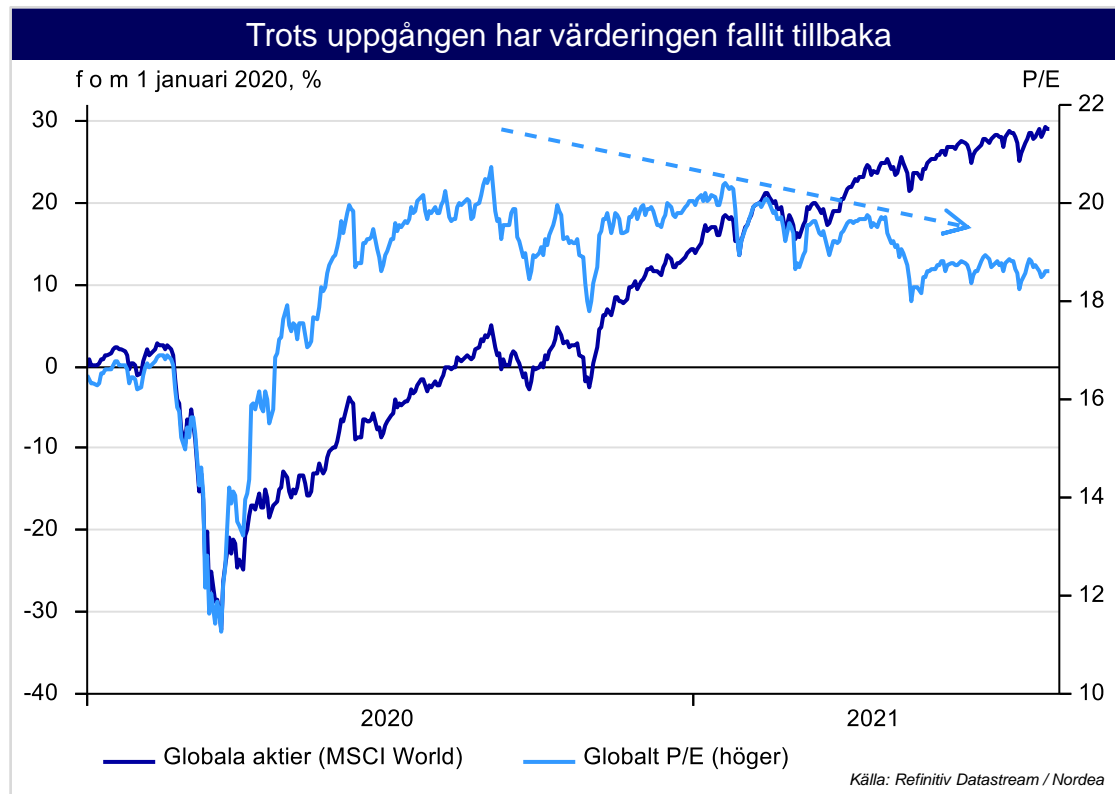
- Även om det finns oro för kortsiktigt högre inflation så kommer det sannolikt inte sätta press på aktiemarknaden ur ett lite längre tidsperspektiv.
- Historiskt brukar högre inflation sammanfalla med stigande vinstmarginaler, och aktier brukar gå bättre än obligationer.
- Värt att notera att det endast krävs måttliga prishöjningar för att väga upp för prisuppgångarna på råvarusidan och andra typer av insatsvaror.

Framtida vinster har mer uppsida



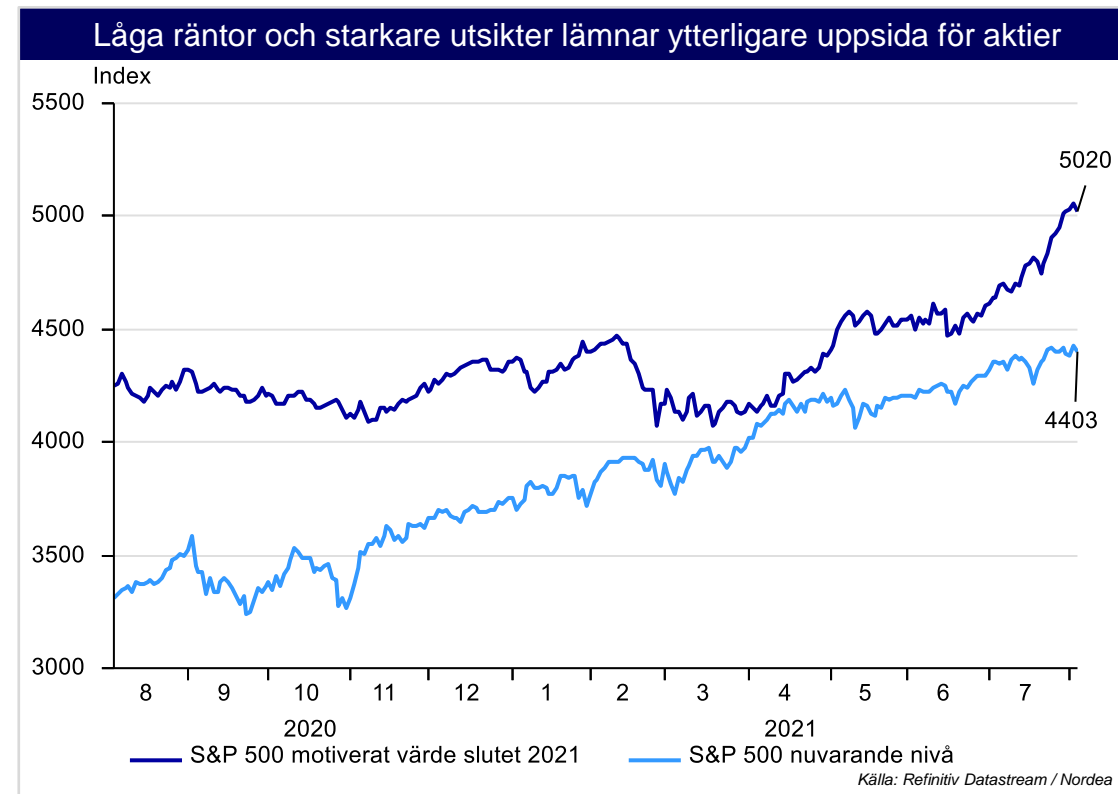
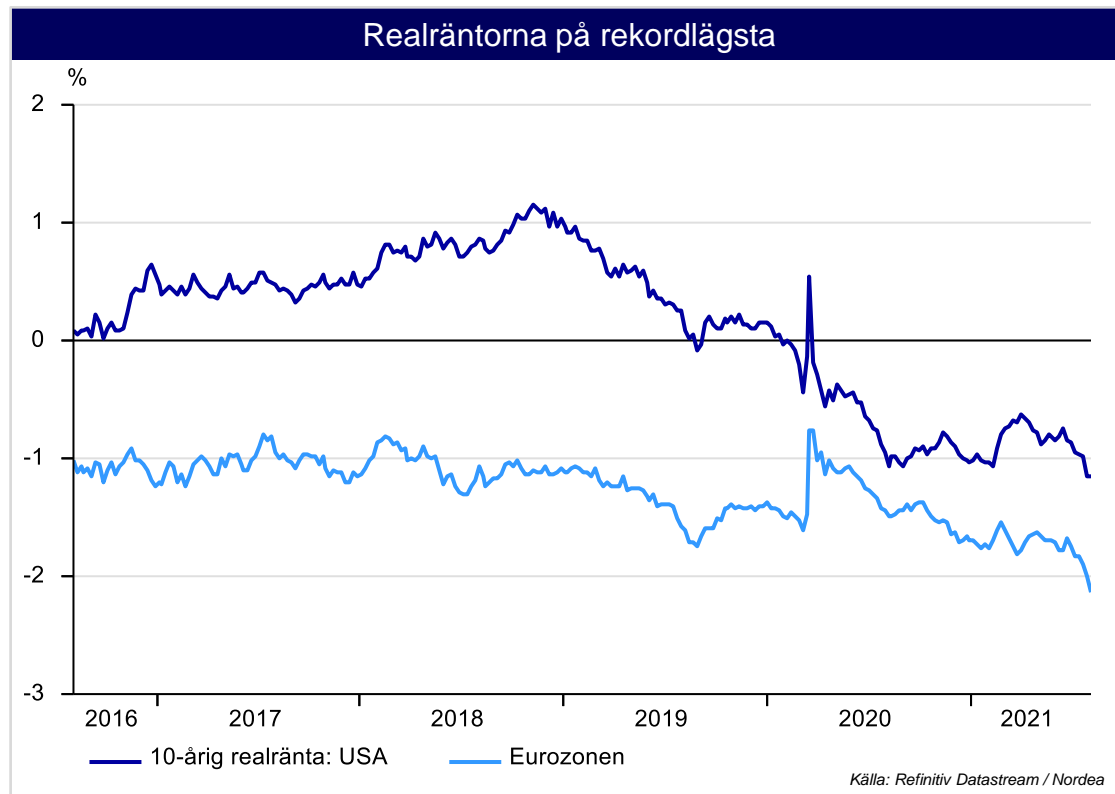
- Under ett normalår överskattas ofta vinstutvecklingen, och den effekten brukar vara som mest tydlig strax före eller på väg in i en kris.
- Under Q2 slogs vinstestimaten återigen med råge, trots historiskt höga upprevideringar innan rapporterna och positiva för-annonseringar.
- Det ter sig troligt att framåtblickande vinstestimat fortfarande är något för låga. Ribban är emellertid betydligt högre än tidigare.

Den absoluta värderingen har kommit ned något



- Estimaterna har stigit mer än börsen vilket påverkat den absoluta värderingen i positiv riktning.
- Den relativa värderingen ser fortsatt attraktiv ut. När utsikterna för ekonomin förbättras brukar riskpremien komprimeras och aktier gå bättre än obligationer.
- Trots den senaste tidens förbättring är den absoluta värderingen fortsatt hög och riskerar att föra med sig ökad volatilitet.

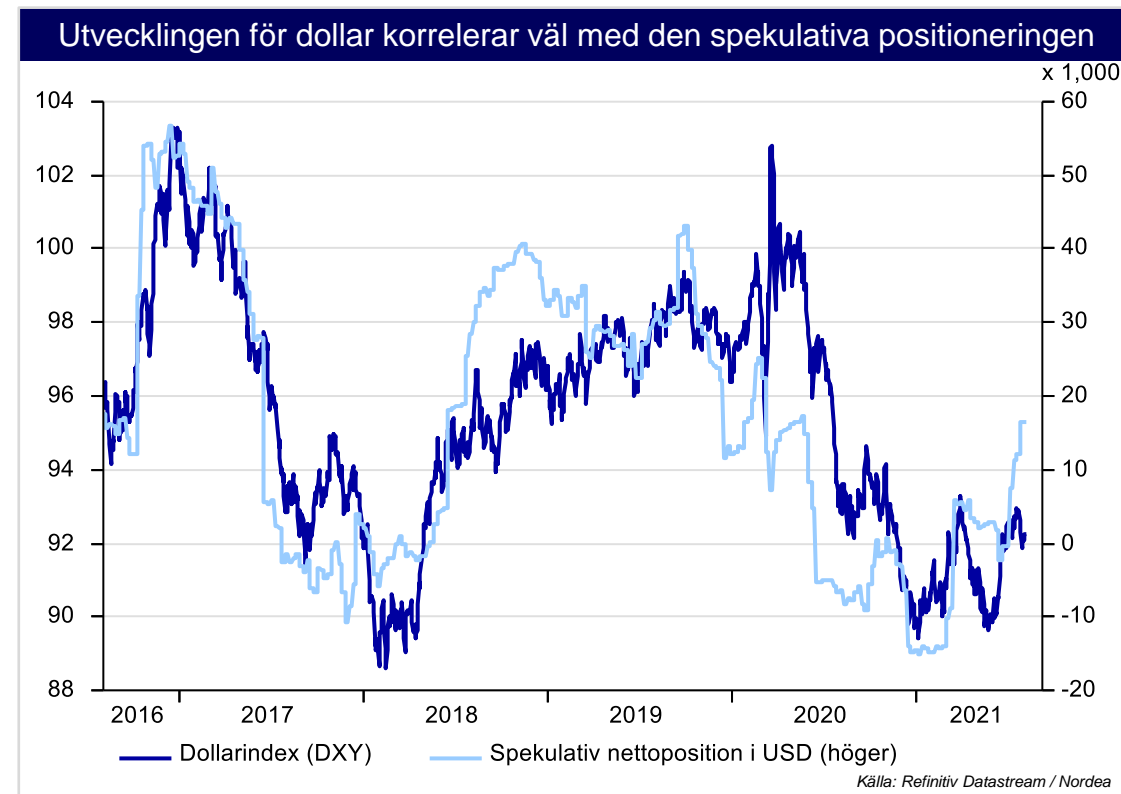
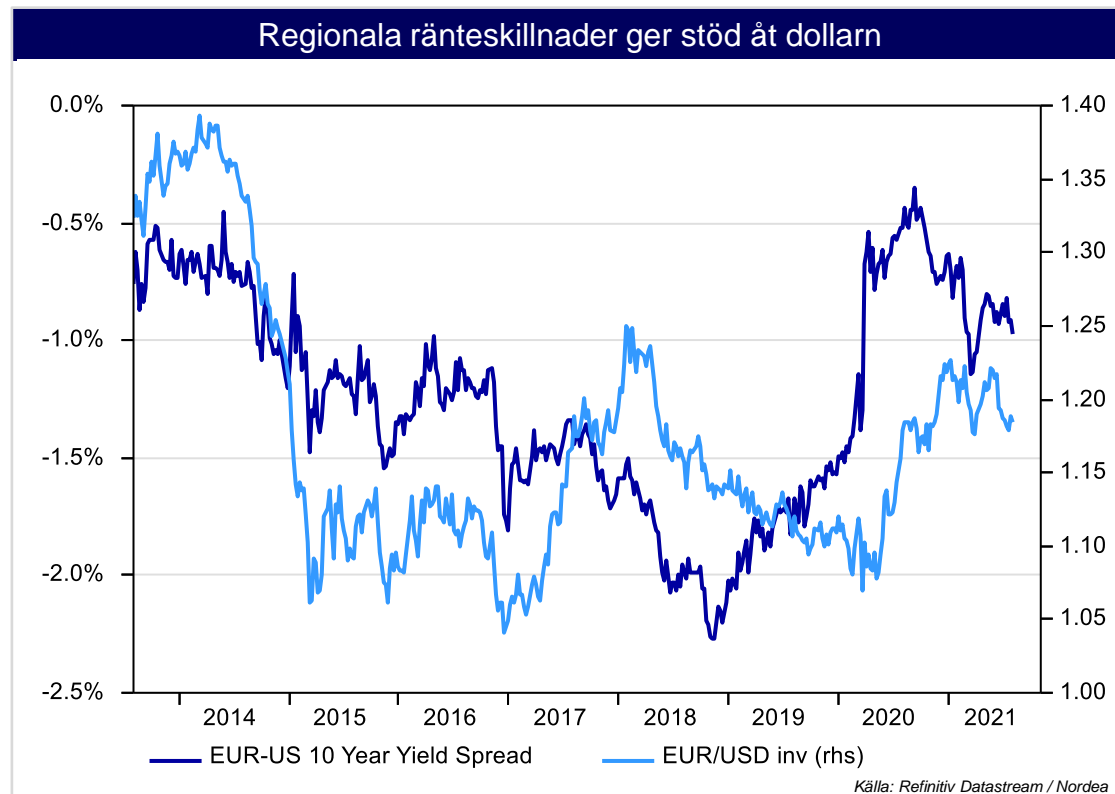
Stort tapp för realräntor fyller på bålskålen för aktiemarknaden



- Tappet i realräntorna och fortsatta förbättringar i vinstutsikterna medför signifikant ytterligare uppsida för aktier.
- Vårt grundscenario är stigande räntor och en sjunkande riskpremie under resten på året. Detta indikerar lägre värderingsmultiplar vid årets slut.
- I den nuvarande makromiljön borde vinstestimaten fortsätta stiga, vilket kan kompensera för fallande värderingar.

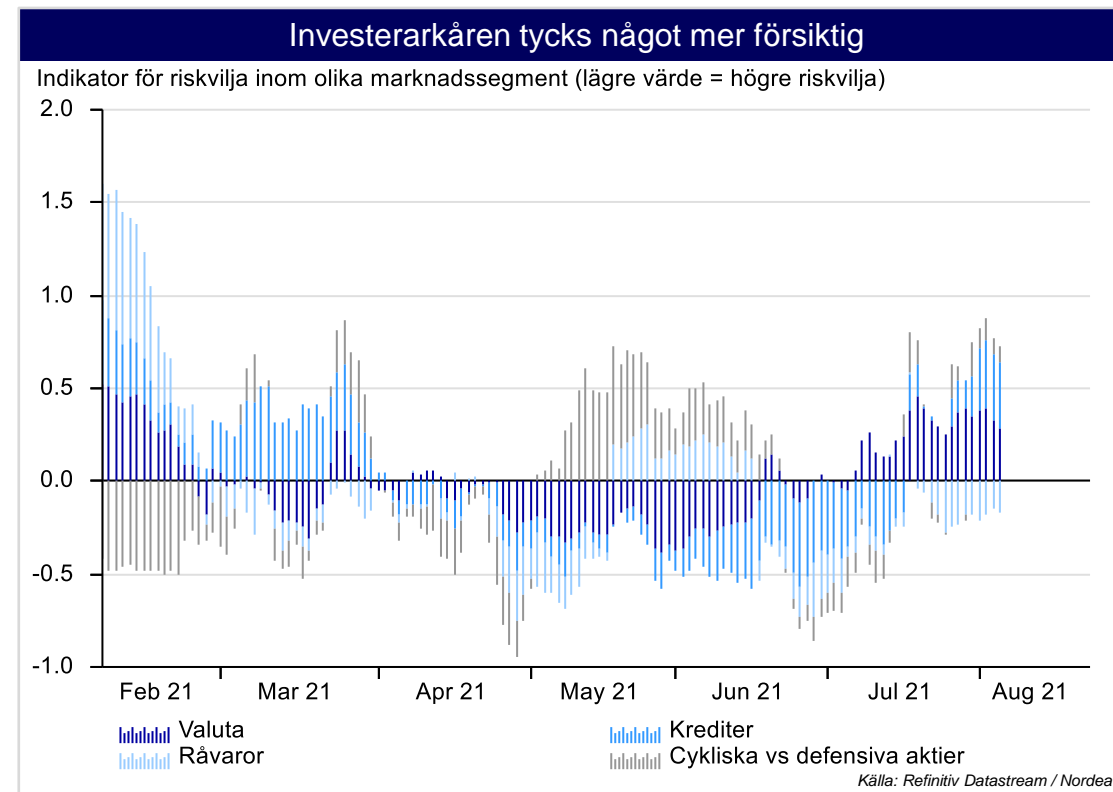
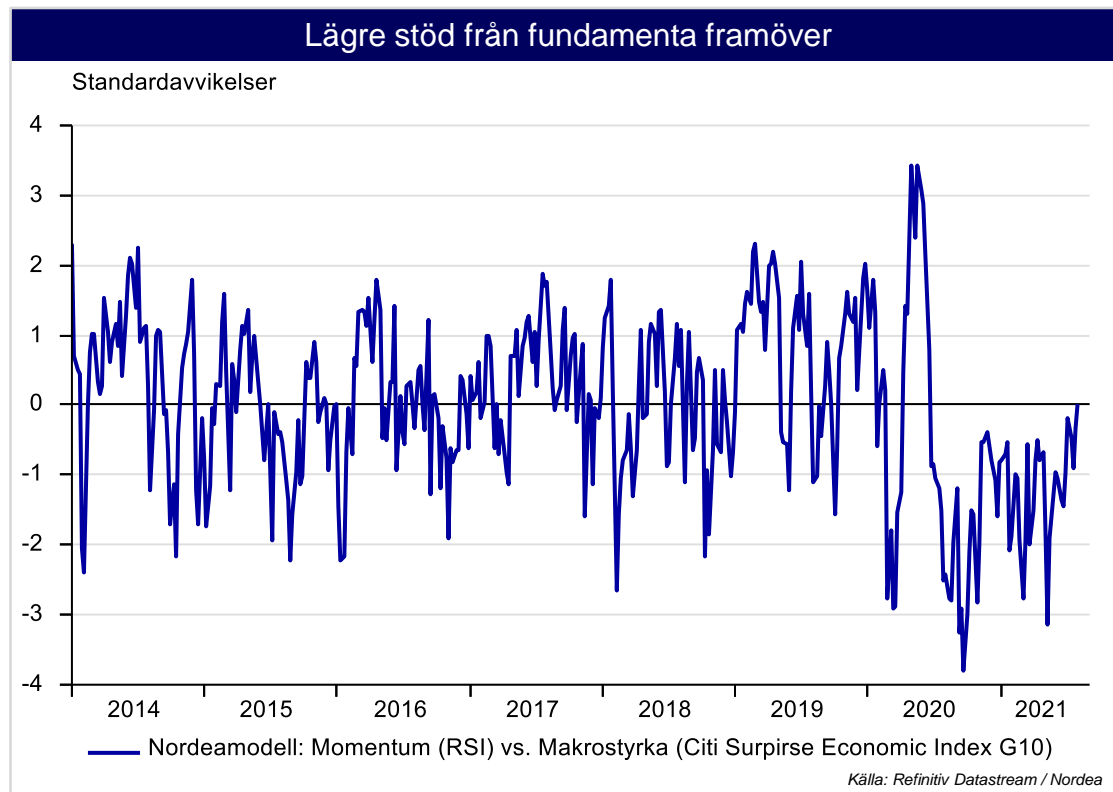
*Motiverat värde på S&P 500 beräknat med 5-årsnitt för aktieriskpremien, vinstestimat 2021 (och -22) och nuvarande 10-årig realränta.

Sannolikt starkare dollar framöver



- Expansiv penningpolitik tillsammans med ett kommande vaccin höjde riskapiten och dämpade intresset för dollarn under 2020.
- Efter att ha inlett året starkt, med fokus på cykliska drivkrafter, har jakten på avkastning fört med sig en korrigerig i realräntan och en försvagning av dollarn.
- Ränteskillnader ger fortsatt stöd åt dollarn. Vi förutser dock endast mindre betydelse för portföljavkastningen och ser ingen större rörelse i närtid.

Marknaden kommer vara mer känslig för nyheter framöver



- Positioneringen är alltjämt optimistisk men har blivit mer försiktig. Fundamenta har å andra sidan försvagats något, med mindre stöd åt riskfyllda tillgångar.
- I takt med att både vinst- och makrotillväxten toppar och fokus vänds mot monetär åtstramning kommer marknaden att bli mer nyhetskänslig.
- Marknadskorrigeringar är mer regel än undantag. På sistone har de varit väldigt milda. Med rätt negativ trigger är nuvarande positionering en nedsiderisk.

Politik | Politiska risker för marknaden

Ryssland vid gränsen



- Rysslands agerande vid gränsen till Ukraina synliggör risken för en väpnad konflikt.

Ny riktning för Tyskland



- Eventuellt en mer expansiv finanspolitik i Tyskland efter val och potentiellt regeringsskifte i höst.

USA och Kina



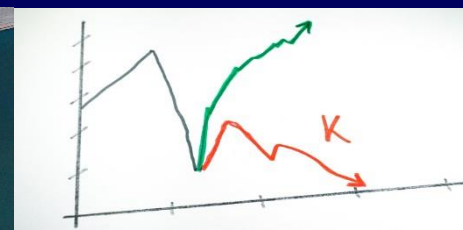
- Biden behåller policyn "America first" och fokuserar på att utveckla den inhemska amerikanska ekonomin.

Regulatorisk åtstramning



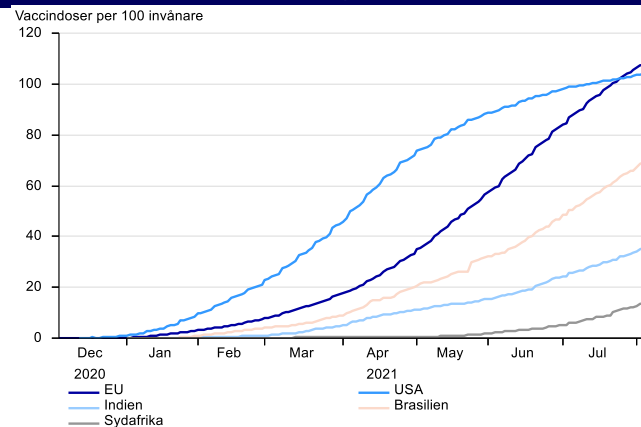
- Nya regelverk för framförallt stora techbolag påverkar investerarsentimentet.

K-formad återhämtning



- Den K-formade återhämtningen resulterar i ett stort gap mellan vinnare och förlorare på pandemin, kan leda till oroligheter.

Stora regionala skillnader vad gäller vaccinering



Stora skillnader vad gäller vaccinering mellan utvecklade ekonomier och tillväxtmarknader, vilket leder till ökade spänningar. Risk för oroligheter som ett resultat av folkligt missnöje med corona-hanteringen och vaccinationsprocessen.

ESG



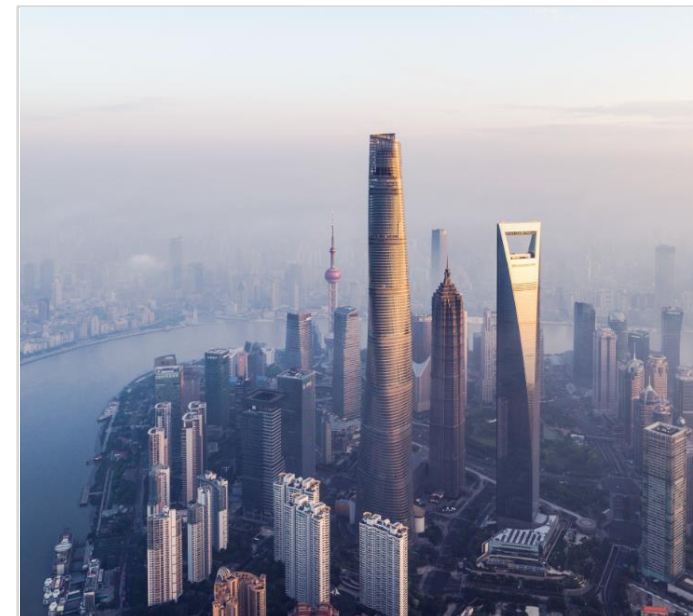
- Politiska initiativ och regler för en mer hållbar utveckling styr investerare in i ESG-klassade fonder
- Hur kommer icke-hållbara företag att påverkas? Starkt argument för att vi kommer få se en diversifiering.
- Kommer ESG visa sig vara mer än bokstaven E? Mer fokus på S och G?

Källa: iStock / Pearson Institute

Kina håller sig till målet om att reducera finansiell risk, stramar åt kreditmarknaden verbalt

Kinas ledarskap angriper den implicita statliga lånegarantin för statligt ägda bolag och lokala regeringar

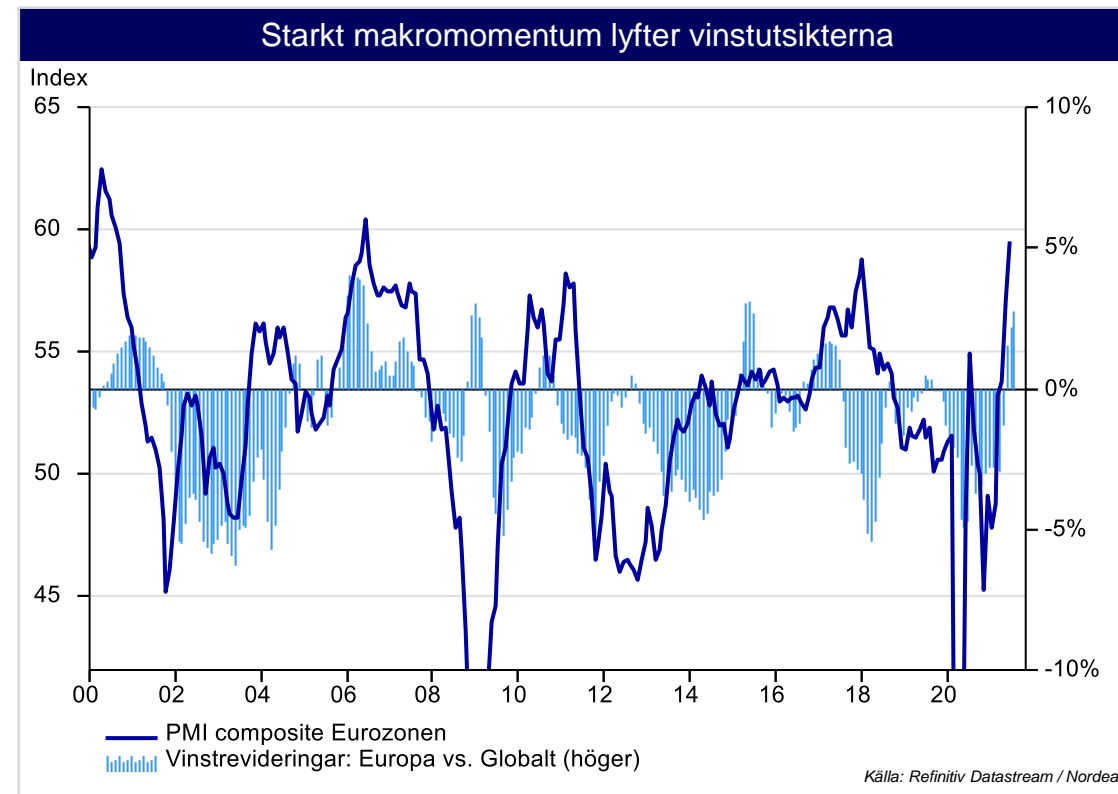
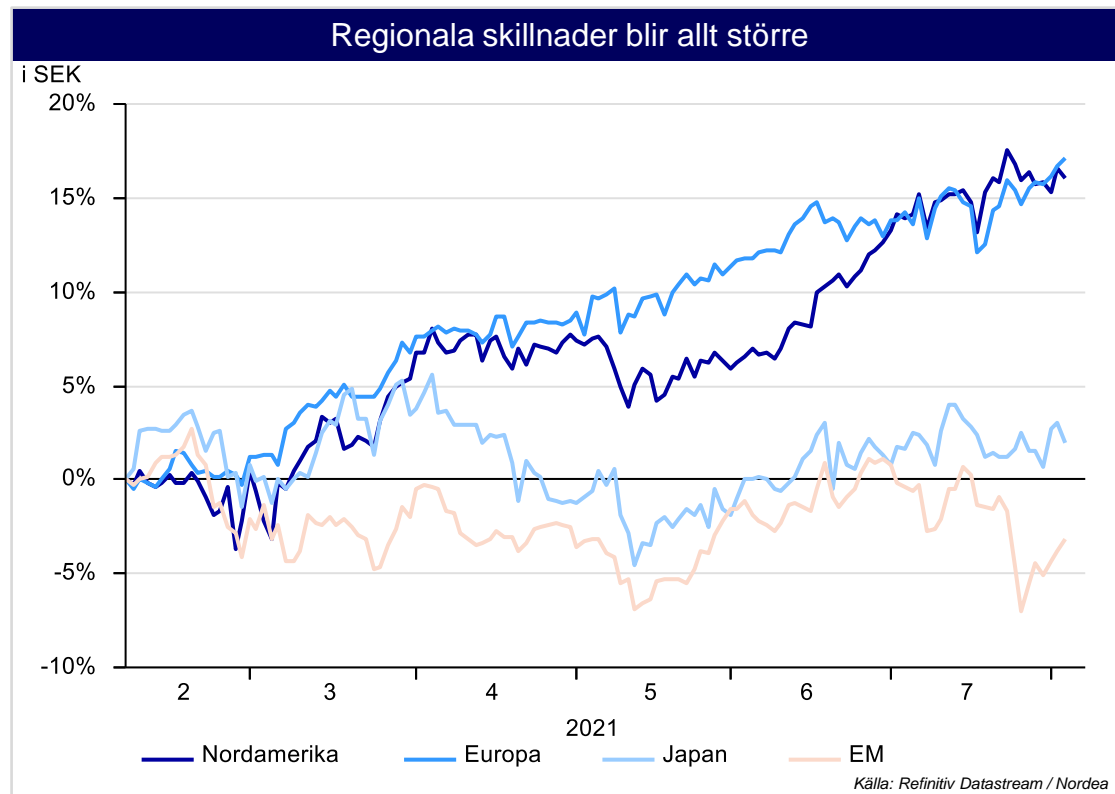
- Redan 2017 annonserade Xi Jinping att istället för att enbart fokusera på centralt satta tillväxtmål skulle Kina också ta sig an tre "svåra kamper". Kina skulle reducera fattigdomen, förbättra miljön, och reducera (finansiella) risker. Den tredje fokuserade på Kinas rekordsnabba skulduppbyggnad, och incitamenten som skapats av det väletablerade antagandet att skuld hos statligt ägda bolag (SOEs) och lokala regeringar var garanterad av staten. Det har gjort investerare mer villiga att låna till institutioner associerade med staten än de annars varit och bidragit till att bygga upp finansiella risker.
- När Kina annonserar en målsättning ska man i regel räkna med att policy följer efter, så det borde inte vara någon enorm överraskning att Kina under denna konjunkturedgång stimulerat ekonomin endast så mycket som behövs, och snabbt antog en mer neutral policy när ekonomin stabiliserats. Det skiljer sig från Kinas traditionellt både breda och kraftiga stimulanser och innebär att kreditförhållandena redan stramats åt.
- Kina har hållit monetär policy neutral på sistone men har bedrivit verbal åtstramning genom att t.ex. låta fler SOEs defaulta på sin obligationer samt signalera reducerat statligt stöd för både SOEs och lokala regeringars infrastrukturfonder (LGFVs). Betalningsinställelser för LGFVs skulle få massiva konsekvenser så Kina kommer att agera mycket försiktigt för att förhindra spridning från denna jakt på dåliga skulder. Kinas ledarskap vill framförallt signalera att det inte finns en statlig garanti för alla institutioner med associationer till det statliga, men detta kommer att addera till den åtstramning som redan nu sker. Detta stärker vår tro att kinesiskt makromomentum toppade tidigt i år, och höjer risken för perioder där ett negativt narrativ kring åtstramning väger på kinesiska aktier.



Offer i jakten på reducerade finansiella risker

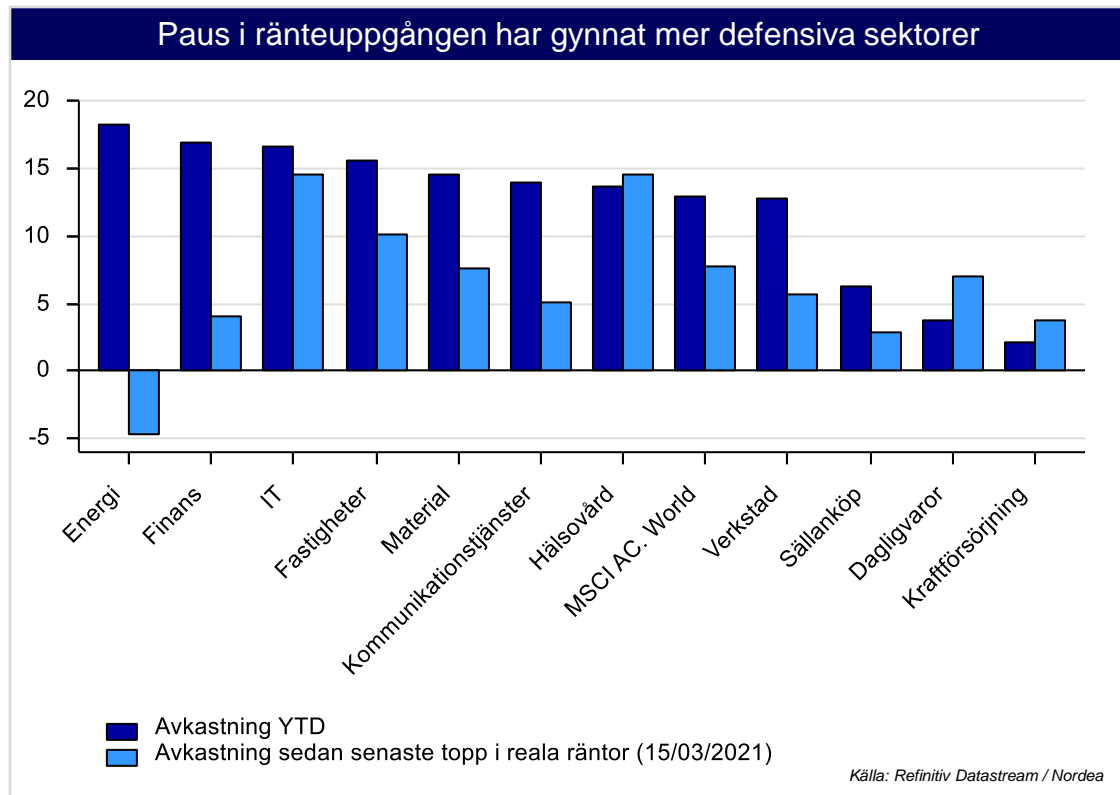
Kinas insatser för att ta bort den implicita statliga garantin för skuld hos statliga bolag görs tydlig i den nyligen så höga osäkerheten kring en bail-out av den stora, statligt ägda förvaltaren Huarong, som har sett sina dollarobligationer tappa kraftigt i värde följandes oro för bolagets kreditvärdighet.

Undervikt Tillväxtmarknader, övervikt Europa



- De regionala avkastningsskillnaderna blir allt större. Vi rekommenderar fortsatt övervikt i Europa och undervikt i Tillväxtmarknader.
- Stimulanser och stark ekonomisk utveckling talar för utvecklade marknader relativt tillväxtmarknader. Europa attraktivt värderat med goda vinstutsikter.
- Kinesisk tillväxt är på väg att bromsa in ytterligare, vilket kommer väga tungt på vinstcykeln för tillväxtmarknader. Nya tech-regelverk väger också.

Behåll en mindre cyklisk tilt

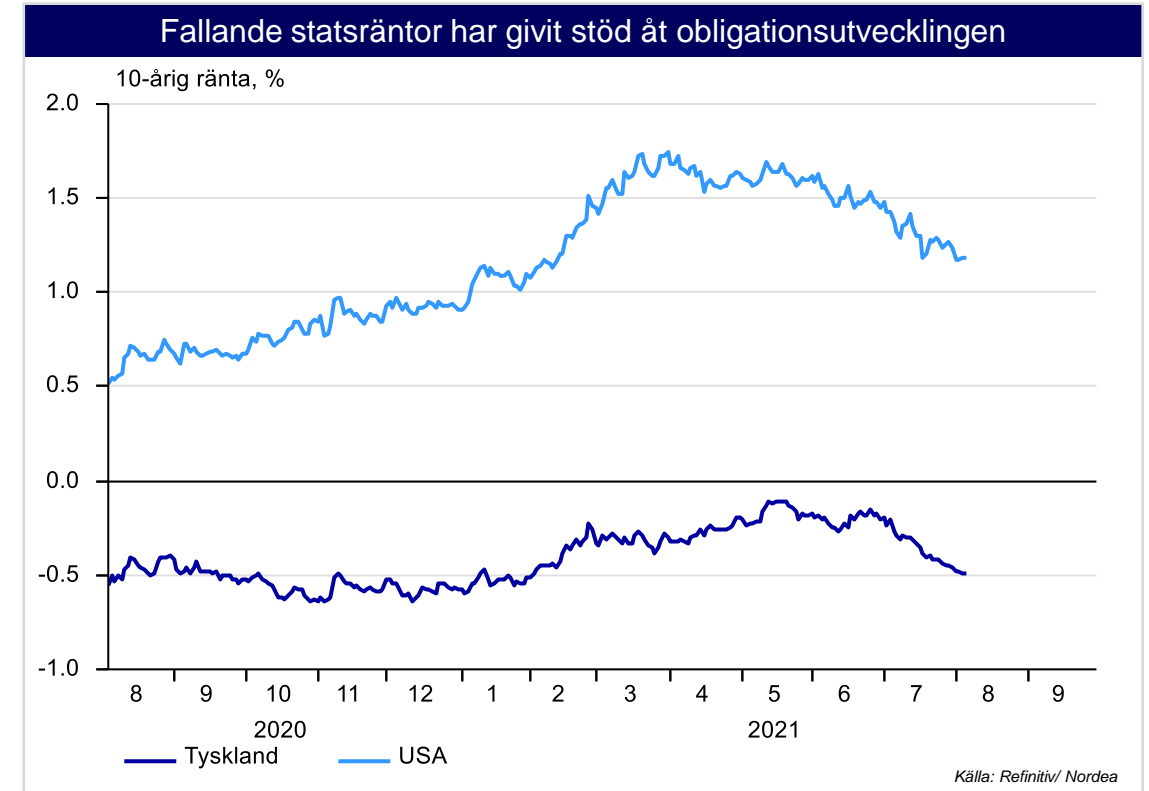
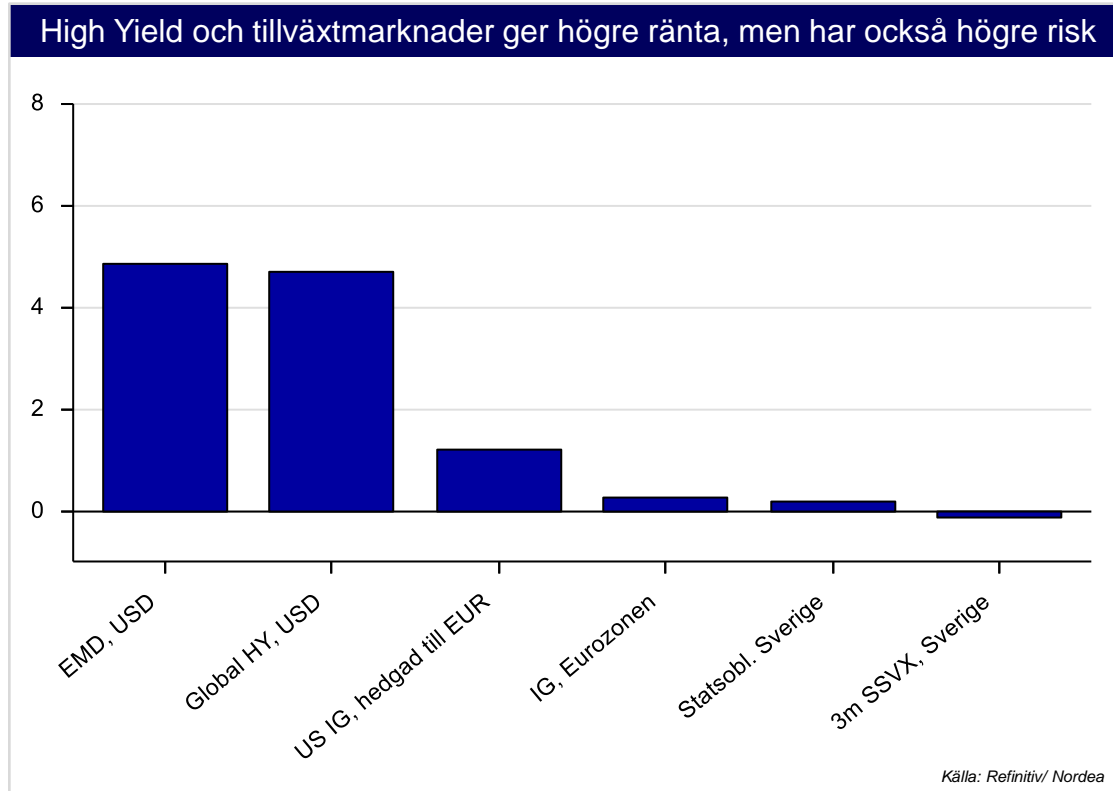


Verkstad ned till neutral, minskad undervikt i Daglighandlat

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

- De snabba uppgångarna från tidigt i cykeln är bakom oss, men vi tror att utsikterna fortfarande förordar en cyklisk tilt.
- Efter sommarens stora räntetapp är riskerna ännu mer tiltade åt uppsidan, vilket kommer gynna sektorer som Finans och Material.
- Dagligvaror och Hälsovård har utvecklats positivt med räntetappet, men vi tror att de kommer att se en vändning i närtid.

Fallande statsobligationsräntor stödde utvecklingen under sommaren



- Fallande räntor har påverkat obligationsavkastningen positivt. Vi ser det som tillfälligt och ser stigande räntenivåer under andra halvåret.
- Stabil ekonomisk utveckling i USA och Europa ger stöd åt kreditmarknaden. Spreadarna är dock låga vilket begränsar avkastningsmöjligheterna.
- Vi ser måttlig avkastning framöver och rekommenderar fortsatt undervikt statsobligationer och övervikt europeisk Investment Grade.

Nordea Global Asset Allocation Strategy Contributors

Global Investment Strategy Committee (GISC)

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

Kjetil Høyland
Chief Investments Strategist
kjetil.hoyland@nordea.com
Norway

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

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

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

Strategists

Sebastian Källman
Senior Strategist
sebastian.kallman@nordea.com
Sweden

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

Assistants

Mick Biehl
Assistant Strategist/Student
Mick.Biehl@nordea.com
Denmark

Christian Theilgaard
Assistant/Student
Christian.theilgaard@nordea.com
Denmark

Oanh Thi Duong
Assistant/Student
Oanh.thi.duong@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.