

December
2018

Swedbank 

Swedbanks Investeringsstrategi

Osäker marknad – neutral allokering

Välkommen till Swedbanks Investeringsstrategi!

Syftet med produkten är att skapa en enhetlig rådgivning inom placera-
området för alla bankens kunder samt att delge vår syn på aktuellt makro-
och marknadsläge.

Vår ambition är att ge våra kunder goda placeringsrekommendationer och
väl underbyggda argument till dessa. Vi hoppas att Investeringsstrategin
ska bidra till en förenkling i valet av olika investeringsalternativ.

Investeringsstrategin utkommer i mars, maj, september och december
med kortare månatliga uppdateringar.

Investeringsstrategin är en rapport från Swedbank Analys – Strategi & Allokering.

Sara Arfwidsson
Chef Strategi & Allokering
+46 8 58 59 26 03
sara.arfwidsson@swedbank.se

Anders Eklöf
Valutastrateg
+46 8 700 91 38
anders.eklof@swedbank.se

Mattias Isakson
Aktiestrateg
+46 8 58 59 71 62
mattias.isakson@swedbank.se

Milad Al-Tai
Investeringsstrateg
+46 72 226 90 71
milad.al-tai@swedbank.se

Åke Gustafsson
Senior makroekonom
+46 8 7009145
ake.gustafsson@swedbank.se

Robert Oldstrand
Marknadsstrateg
+46 8 700 94 61
robert.oldstrand@swedbank.se

Johannes Bjerner
Investeringsstrateg
+46 8 58 59 37 03
johannes.bjerner@swedbank.se

Johanna Högfeldt
Investeringsstrateg
+46 8 700 91 37
johanna.hogfeldt@swedbank.se

Åke Sjölund
Analysredaktör
+46 8 58 59 76 87
ake.sjolund@swedbank.se

Victor Dimovski
Junior investeringsstrateg
+46 8 58 59 51 66
viktor.dimovski@swedbank.se

Martin Hallström
Marknadsstrateg
+46 8 700 92 02
martin.hallstrom@swedbank.se

Mats Waldemarsson
Investeringsstrateg
+46 8 5859 74 15
mats.waldemarsson@swedbank.se

Innehållsförteckning

Ledare _____	4
Allokering och sammanfattning _____	5
Aktier _____	6
Räntor _____	8
Krediter _____	10
Tema	
Kreditobligationer i ett portföljsammanhang _____	12
Regionallokering	
USA _____	16
Europa _____	18
Sverige _____	29
Japan _____	22
Tillväxtmarknad _____	24
Upplysningar till kund _____	26

Avstämningsdatum för prisdata är 2018-11-29

Investeringsstrategin går även att se som webbsändning. Länken är då: <http://swedbankdirekt.se>

För dig som vill ha en fördjupad makrobild rekommenderar vi att läsa vår konjunkturprognos, Swedbank Economic Outlook, som ni hittar genom följande länk: <http://www.swedbank.se/seo>

Swedbank AB är emittent av några av de föreslagna produkterna och några av de fonder som redogörs för förvaltas av dotterbolag i Swedbankkoncernen. Affärsförslagen ska således inte betraktas som oberoende analys.

Bäst före – ett relativt begrepp

Hur förhåller du dig till ”bäst före-datum”? Jag är nog lite inkonsekvent gällande detta. Varför vet jag inte men det hänger nog ihop med att jag ser olika risker relaterade till olika typer av produkter. Är börsens bäst före-datum passerat? Kanske, men innebär det då per definition att vi ska slänga ut allt som ligger i portföljen? Njaa, det beror på riskerna. Börsen kanske inte skall tillbaka till gamla toppar i närtid men det är inte samma sak som att börsen skall packa ihop totalt.

Inga onödiga risker...

Det finns ingen anledning att ta onödiga risker, en sådan skulle kunna vara alltför stor skepticism. Parallellen till att aldrig äta något där ”bäst-före-datumet” passerat går inte att undvika. Vissa saker skall man dock vara extra försiktig med och dessa är lämpliga att plocka bort när tiden är inne.

... i en spännande värld.

2018 har inte varit lätt för aktieinvestorer. Med den inledande globala konjunkturstyrkan och den starka vinstgenereringen under året hade det varit lätt att tro att uppgången skulle ha varit tydlig. Hittills är dock utfallet ett annat. Framåt finns det en hel del spännande äventyr att följa; en egocentrisk twittrande amerikan, en separation som nog får beskrivas som världens genom tidernas mest komplexa, ett regeringslöst land långt upp i norr för att nämna några. För stunden väljer vi dock att ta det kallt.

Behöver inte vara farligt...

”Mat blir inte farlig efter bäst före-datum om den har förvarats rätt. Ett enkelt sätt att minska svinnet är därför att först titta, lukta och smaka på maten. Våga lita på dina sinnen – om maten verkar okej går den bra att äta. Det som händer efter bäst före-datum är alltså att kvaliteten så småningom blir sämre. Men maten kan fortfarande vara fullt ätbar.”

Ovan går att läsa på Livsmedelsverkets hemsida och nu undrar ni såklart varför jag skriver detta här. Jo, vi fortsätter på liknelsen från ingressen och ger oss på en ”översättning” av vad detta kan betyda för aktiemarknaden.

... men risken kan öka.

Aktiemarknaden blir inte farlig bara för att den gått upp så länge den gjort det av rätt anledningar. Ett sätt att avgöra om den är farlig är att analysera makro, vinster och värdering. Våga lita på dina slutsatser – även om du vet att dessa ibland blir fel blir det ofta rätt på sikt. Det som händer när aktiemarknaden har gått upp en tid är att risken för nedgångar, små som stora, ökar, men aktiemarknaden kan fortfarande vara ett bra alternativ.

Vad innebär detta i praktiken? Jo, att vi inte bör ha hela kylen full med saker där bäst före-datumet passerat. Då kommer vi inte hinna äta upp dem innan de blir farliga. Om det ändå finns en del saker som gått över lättar vi av sådant där risken är för hög men behåller merparten då analysen trots allt säger oss att det ser helt okej ut. Slänger vi allt blir det kanske ingen middag och det kan inte anses vara ett särskilt hälsosamt alternativ.



MATTIAS ISAKSON
Aktiestrateg, Swedbank Analys

Allokering och sammanfattning

- ▶ **Aktier:** två sidor av samma mynt
- ▶ **Räntor:** parkeringsplats i tider av osäkerhet
- ▶ **Krediter:** värdebevarande snarare än värdeskapande

	Nuvarande vikt (%)	Position (%)	
Aktievikten neutraliseras...			
Räntor	40%	Neutral	0%
Penningmarknad	40%	Maximal övervikt	25%
Obligationsmarknad	0%	Ingen exponering	-25%
Aktier	50%	Neutral	0%
Sverige	15%	Neutral	0%
Europa	6%	Undervikt	-4%
USA	10%	Neutral	0%
Japan	5%	Neutral	0%
Tillväxtmarknader	14%	Övervikt	4%
Krediter	10%	Neutral	0%
Låg risk (Inv.grade)	10%	Maximal övervikt	5%
Hög risk (High yield)	0%	Ingen exponering	-5%

... då starten på 2019 kan bli tuff

Under året har investerare slitits mellan hopp och förtvivlan. De grundläggande förutsättningarna för aktiemarknaden har till stor del varit stödjande. Marknaden har dock åkt berg och dalbana. I grunden anser vi att förutsättningarna för en fortsatt god utveckling finns. Däremot har det under året blivit tydligt att sentiment allt oftare trumfar fundamenta och resultatet blir en slagig marknad. Starten på 2019 kan dessutom bli tuff och investerare visar en större försiktighet än tidigare, vilket sammantaget resulterar i att vi neutraliserar vikten i aktier.

Korta räntor att likställa med kassa...

Som ett resultat av ovan neutraliserar vi även vår tidigare undervikt i räntor. Eftersom vi inte ser någon större avkastningspotential i svenska statsräntor bör positionen likställas med en kassabehållning. Vi förordar en kort ränterisk på grund av vår vy på stigande räntor och behåller därför undervikt i lågräntor.

... och Investment Grade bör ses som värdebevarande

Vi anser att sannolikheten för fortsatta kapitalvinster i krediter är relativt låg och de bör därmed ses mer som värdebevarande än värdeskapande. På grund av lägre relativ värdering och bättre diversifieringsbidrag föredrar vi krediter med bättre kreditkvalitet. Vi behåller vår neutrala vikt i krediter och föredrar Investment Grade.

Övervikt koncentreras till Tillväxtmarknader

Regionsmässigt neutraliserar vi USA och koncentrerar vår övervikt till Tillväxtmarknader. Europa förblir finansieringskälla. Vi kvarstår neutrala till Sverige och Japan.

Aktier – två sidor av samma mynt

- De grundläggande förutsättningarna finns kvar...
- ... men många bitar blir svårare under 2019
- Försvagat sentiment indikerar förhöjd volatilitet framöver

Solid grund men ökad osäkerhet motiverar neutraliserad aktievikt

För ett år sedan skrev vi att börsuppgången gick in i sista fasen. Under året har investerare slitits mellan hopp och förtvivlan. De grundläggande förutsättningarna för aktiemarknaden, i termer av makro och vinster, har till stor del varit stödjande. Aktiemarknaden har dock åkt berg och dalbana. I grunden anser vi att förutsättningarna för en fortsatt god utveckling av aktiemarknaden finns. Däremot har det under året blivit tydligt att sentiment allt oftare trumfar fundamenta och resultatet blir en slagig marknad. Grunden för optimism finns. Starten på 2019 kan dock bli tuff ur ett antal aspekter och investerare visar en större försiktighet än tidigare vilket resulterar i att vi neutraliserar vikten i aktier, efter att ha varit överviktade sedan december 2016. Det kraftiga värderingsfallet på slutet illustrerar tydligt misstron till vinstförväntningarna.

Framåtblickande P/E-tal



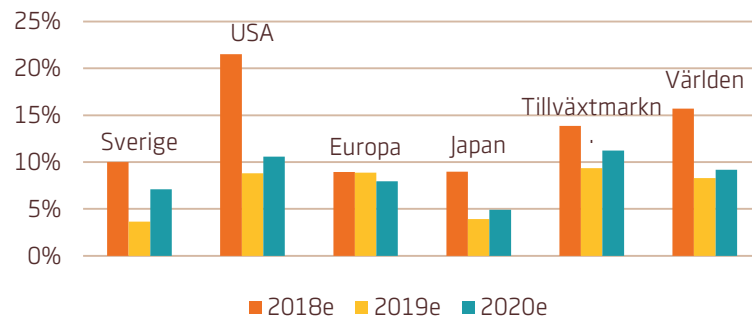
Källa: Swedbank, Factset

Vinstförväntningarna kan vara för höga och marknaden tar höjd för det

Vinstutvecklingen har varit avgörande för vår övervikt i aktier. Tillväxten har varit bra och realiseras de prognoser som ligger för 2019 borde aktiemarknaden få stöd även framöver. Sommarens rapporter fick ett starkt mottagande. Den senaste rapportssäsongen blev dock annorlunda, det negativa tolkningsföreträdet tog över och många aktier föll i samband med rapport. Vissa som ett resultat av ett sämre än väntat utfall men även andra föll. Under rapportssäsongen valde investerare oftare att ta fasta på det negativa istället för det positiva. Aktiemarknaderna backade tydligt. Sedan toppen på aktiemarknaden för ungefär två månader sedan har det skrivits massor av analyser som försöker beskriva den fundamentala anledningen till varför aktiemarknaden går ner. Finns den verkligen? Vi hävdar att det egentligen inte hänt så mycket utan att förutsättningarna för aktiemarknaden är relativt oförändrade. Det är sentimentet, stäm-

ningen hos investerare, som förändrats. Riskaversionen, rädslan, har stigit och vi räknar med att den kan komma att förbli förhöjd den närmaste tiden. En svårare marknad med högre volatilitet är rimligt att förvänta sig.

Förväntad vinstutveckling (konsensus)



Källa: Swedbank, FactSet

Lägre BNP- och vinsttillväxt 2019 - ingen nyhet

Att den globala BNP-tillväxten sannolikt kommer att mattas av 2019 borde inte komma som någon överraskning. Detsamma gäller vinsttillväxten, den kommer också att mattas av 2019, inte minst som ett resultat av att skatteeffekterna i USA försvinner. Samtidigt kommer vi sannolikt att få se gradvis högre räntor. Addera den infekterade handelsdispyten, osäkerhet kring Brexit och Italien till detta och bilden blir inte enklare. Ekonomin har utvecklats väl under en lång period och aktiemarknaden likaså, även om den senare bör studeras mer i detalj då de regionala skillnaderna är stora. Kvantitativa lättnader från centralbanker, QE, var det som under en relativt lång period lyfte aktiemarknaden. Det var under en period då vinsttillväxten var låg och då kom likviditeten från centralbanker att bli avgörande. Fed har, utöver räntehöjningar, påbörjat normaliseringen av dessa åtgärder och ECB planerar att följa efter under 2019. Även om det bara kommer att ske gradvis kan det vara lite obehagligt att inte veta hur det kommer att mottas.

Det här sätter oss i ett ovanligt svårt läge. Å ena sidan kan det tyckas ganska lätt att komma till slutsatsen att grundförutsättningarna finns och att vi bör vara fortsatt överviktade aktier. Å andra sidan kan det också tyckas ganska lätt att komma till slutsatsen att mycket av det som drivit på aktiemarknaden nu börjar reversera, och då bör vi snarare vara underviktade aktier.

Myntet har två sidor...

Hade vi känt oss helt komfortabla med att prognoserna håller hade vi behållit vår övervikt. Nu är vi inte det, den gångna rapportssäsongen var stark men gav ändå en lite bitter eftersmak. Marginalförväntningarna är kanske lite för höga samtidigt som efterfrågan kan svikta.

Sammanfattningsvis känns neutral aktievikt rätt i detta läge.

Räntor – parkeringsplats i tider av osäkerhet

- ▶ Neutralvikt speglar vår minskade aktierisk
- ▶ Långsamt stigande räntor förväntas
- ▶ Kort ränteplacering bör ses som en kassabehållning

Marginellt stigande marknadsräntor...

Marknadsräntorna har stigit marginellt sedan föregående investeringsstrategi. Dock har utvecklingen på räntemarknaden varierat och varit något volatil under tiden där framför allt den amerikanska räntemarknaden periodvis visat relativt snabba rörelser uppåt. Utvecklingen har skilt sig mellan de olika geografiska regionerna och ränteuppgången har varit störst i USA där korta räntor har stigit över 20 punkter. De svenska marknadsräntorna har ökat några punkter och i euroområdet har räntorna noterats något lägre jämfört med i början av september. Centralbankerna har fortsatt sin väl krattade väg med signaler om en mindre lätt penningpolitik framgent. Den amerikanska centralbanken höjde enligt marknadens förväntningar styrräntan med 25 punkter i september, vilket också förklarar ökningen i de amerikanska korträntorna.

...centralbankerna krattar vägen för höjningar

Riskaptiten påverkar ränterörelserna...

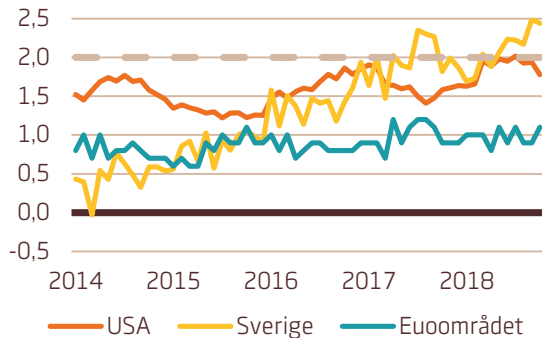
Förutom centralbankspolitik har räntemarknaden påverkats även av inflationsförväntningar och marknadens allmänna riskaptit. Riskaptiten minskade kraftigt på marknaden när den amerikanska 10-årsräntan steg relativt snabbt med cirka 20 punkter till den högsta nivån på 7 år. En viss oro smög sig in på räntemarknaden att den amerikanska centralbanken kommer att höja räntan mycket högre än den så kallade neutrala räntenivån förutspått att ligga. Oron baserade sig inte på nivån utan på hastigheten i rörelsen. Förväntansbilden i USA mellan marknaden och centralbanken skiljer sig på 1–2 års sikt där Fed förväntar sig 2 till 3 höjningar mer än vad marknadsaktörerna gör. Detta inger en viss oro för, snabbare än förväntat, stigande räntor i USA.

...men inflationsutsikterna blir avgörande.

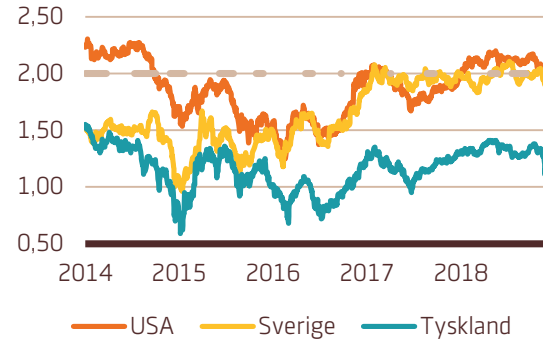
Samtidigt har förväntansbilden på den amerikanska inflationstakten mattats av något delvis på grund av lägre energipriser. Fed bedömer i dagsläget att styrräntan kommer att toppa kring 3,50 procent för att sedan successivt långsiktigt sjunka ner till cirka 3 procent. Utifrån ett historiskt och ekonomiskt perspektiv är dessa nivåer fortfarande mycket låga då den genomsnittliga styrräntenivån i USA har legat på cirka 5 procent samtidigt som den rådande nominella tillväxten i dag ligger på historiskt höga cirka 5 procent.

¹ Den neutrala räntenivån är en nivå där penningpolitiken varken är stimulerande eller åtstramande.

Inflationsutveckling globalt (exklusive energi- och matvarupriser)



Marknadens långsiktiga inflationsförväntningar (10-årig brek-even ränta*)



* Skillnad mellan den nominella- och reala räntan

Källa: Swedbank, Macrobond, Bloomberg

...och inriktningen i centralbankspolitiken pekar mot högre räntor

Riksbanken har under hösten tydliggjort att styrräntan kommer att höjas antingen vid december- eller vid februarimötet. Inflationsutvecklingen ligger över målsättningen på 2 procent trots att takten i oktober överraskade något på nedsidan jämfört med vad analytikerna och Riksbanken själva förväntade sig. Marknaden prisar nu in en större sannolikhet till decemberhöjning än i september och vår bedömning är att Riksbanken kommer att ta tillfället i akt och höja räntan i december.

När det kommer till långräntor korrelerar de svenska räntorna väldigt starkt med de internationella räntorna, i synnerhet med de europeiska. De globala marknadsräntorna förväntas att fortsätta att stiga men i en långsam takt. Den minskade centralbankslikviditeten, på grund av minskade stödköp på flera håll, kommer att bidra till ränteuppgången globalt. Därtill kommer också det ökade utbudet av statsobligationer i USA. Vi ser i dagsläget en mycket liten sannolikhet på kort och medellång sikt att räntorna skall stagnera på lägre nivåer. Det som periodvis kan få räntorna att falla är naturligtvis en förnyad oro på de finansiella marknaderna, en fortsatt försämring i inflationsutvecklingen eller en kraftig inbromsning i den globala tillväxten.

Vi rekommenderar undervikt och kort duration i svenska statsräntor

Eftersom de svenska långräntorna i dag är i princip på samma nivåer som i början av september har avkastningen i de långa ränteplaceringarna varit strax under noll. I denna strategi neutraliserar vi vår undervikt i statsräntor. Omvikningen i räntorna är dock enbart en spegelbild av vår reducering av övervikten i aktier. Eftersom vi än inte ser någon större avkastningspotential i de svenska statsräntorna bör denna neutrala vikt i räntor i dagsläget likställas med en kassabehållning. Vi förordar generellt en kort ränterisk (duration) på grund av vår vy på stigande räntor och behåller därför undervikt i långräntor.

Krediter – värdebevarande, inte värdeskapande

- ▶ **Kreditspreadar vidaste på 2 år**
- ▶ **Konkursrisken fortsatt låg**
- ▶ **Föredrar krediter med hög kreditkvalitet**

Kreditpremier och kreditspreadar har stigit..

Utvecklingen på kreditmarknaden sedan föregående investeringsstrategi har präglats av vidare kreditspreadar. Detta betyder att skillnaden mellan räntan på företagsobligationer och statsräntor vuxit. Kreditspreadar både i USA och i euroområdet ligger i skrivande stund ungefärligt på lika höga nivåer som senast noterades i slutet av 2016. Det kreditsegment som gått sämst under perioden är krediter med sämre kreditkvalitet, High Yield, där ränteskillnaden gentemot statsobligationer ökat mest. Därtill har även kreditpremier, räntenivåerna, på företagsobligationer stigit kraftigt, vilket innebär lägre priser på obligationer. Under samma period har krediter med bättre kreditkvalitet, Investment Grade, klarat sig bättre. Den allmänna oron på aktiemarknaden, ökad volatilitet samt oro över stigande räntor och vikande konjunktur, har bidragit till den svaga utvecklingen.

...och High Yield har utvecklats sämst

Konjunkturcykeln är i sin sista fas...

Konjunkturcykeln har toppat men riktningen i räntorna är uppåt. Företagsobligationer har historiskt sett utvecklats sämre än aktier i den sena delen av konjunkturcykeln. Stigande räntor har, bland annat, drabbat avkastningen trots att konkursrisken tenderat att vara modest i den sista fasen i en högkonjunktur. Historiskt sett har High Yield-segmentet klarat sig bättre under dessa perioder och anledningen till det har varit de högre räntenivåerna i High Yield-obligationerna jämfört med Investment Grade. Dessa har kompenserat bättre för de fallande priserna på grund av de stigande räntorna. Dock har kreditpremierna under den senaste kreditcykeln sjunkit till mycket låga nivåer och noteras fortfarande under de historiska genomsnitten. Detta innebär att den marginal som den högre räntan, på aggregerad nivå, i High Yield-obligationer erbjuder är lägre i dag än historiskt. Med andra ord är kudden mot stigande räntor mindre.

...men konkursrisken förutspås fortsatt låg

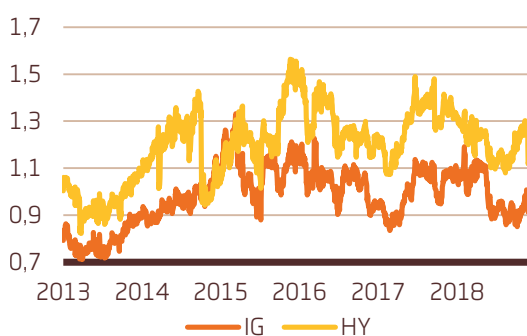
Den makroekonomiska utvecklingen tyder dock fortsatt på tillväxt även om förtroendeindikatorer börjat se svagare ut, framför allt i Europa. För krediters del är det avgörande hur konkursriskerna ser ut framöver. Antalet konkurser har hållits, och förutspås att hållas, på fortsatt låg nivå på nästkommande 12 månaders sikt. Konkursrisken förväntas till och med att sjunka i USA och i euroområdet under 2019, kring nivåer strax under eller i paritet med 2 procent. Detta bör minska risken för kraftiga isärspreddningar. Den globala arbetsmarknaden fortsätter att utvecklas väl och kreditförhållandena är, trots stigande räntor, relativt lätta inte minst i euroområdet. Kon-

sumtionen fortsätter att hållas uppe och företagen aviserar att öka investeringar i anläggningstillgångar. Trots att riktningen i räntor är uppåt förutspås räntorna att stiga i en mycket långsam takt. Detta sammantaget gör att den underliggande ekonomiska miljön inte än är alarmerande för krediter.

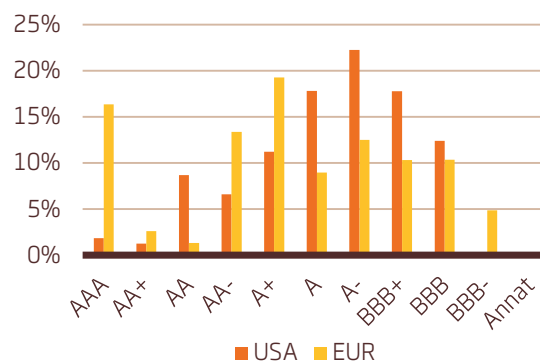
Krediter med bättre kreditkvalitet förväntas att klara marknadsoro bättre...

Kreditmarknaden kommer även fortsättningsvis att påverkas av den allmänna riskmiljön. Krediter med sämre kreditkvalitet har större risk att vidgas än krediter med bättre kreditkvalitet. Där är framför allt High Yield-obligationer, och de med sämst kreditbetyg inom High Yield, som är starkt korrelerade med aktiekursutvecklingen.

Relativ kreditspread (USA/EUR)



Kreditkvalitet inom Investment Grade USA vs EUR



Källa: Swedbank, Macrobond

Avkastningspotentialen fortsatt låg i krediter...

Kreditykeln har kommit olika långt i de olika geografiska regionerna där USA nått längst. Den amerikanska kreditmarknaden drabbas även av relativt sett sämre kreditkvalitet än kreditmarknaden i euroområdet (Se graf). Därtill har räntecykeln också kommit längre i USA. I euroområdet oroar däremot utvecklingen för den italienska banksektorn och ECB:s kommande avslut av likviditetsstöd kreditmarknaden något. ECB:s aviserade avslut av köp är dock välkänt, och förväntat av marknaden efter årsskiftet. Vi ser fortfarande något bättre potential i de europeiska krediterna. Detta på grund av den eftersläpande räntecykeln och även av den något bättre relativa värderingen (se graf).

...som bör ses mer värdebevarande än värdeskapande

Vi ser generellt sannolikheten till fortsatta kapitalvinster för krediter som relativt låg. Vi ser därmed avkastningspotentialen i krediter som begränsad och krediter bör enligt oss ses mer som värdebevarande än värdeskapande. Vi föredrar krediter med bättre kreditkvalitet, dels på grund av något lägre relativ värdering och dels på grund av deras bättre diversifieringsbidrag i en portfölj. Vi behåller vår neutrala vikt i krediter i allokeringen och föredrar Investment Grade.

Kreditobligationer i ett portföljsammanhang

I denna lågräntemiljö har kreditobligationer blivit ett attraktivt alternativ för många investerare. Men frågan är huruvida dessa har blivit ett alternativ till räntor eller aktier? En investerare som investerar i flera olika tillgångsslag måste ha klart för sig hur kreditobligationer bidrar till den totala risk- och avkastningsprofilen i en portfölj. Detta skiljer sig markant beroende på vilken kreditkategori en kreditobligation tillhör. I denna artikel sätter vi in oss i kreditobligationer mer utifrån ett allokeringssperspektiv.

Riskerna är flera än i statsobligationer

Inledningsvis bör riskerna i kreditobligationer belysas. Kreditobligationer förknippas huvudsakligen med tre risker: ränterisk¹, likviditetsrisk² och kreditrisk. Detta jämfört med statsobligationer som förknippas primärt med ränterisk men även i en viss utsträckning med likviditetsrisk. Vi kommer i denna analys att mest fokusera på kredit- och ränterisken.³

Konkursrisken är större för High Yield krediter

Kreditrisk kan delas upp i två olika delar; konkursrisk och nedgraderingsrisk. Konkursrisken är av naturliga skäl större för företag med sämre kreditvärdighet, det vill säga High-Yield-obligationer. Konkursrisken är relativt låg under perioder av bra ekonomisk utveckling men stiger markant när den ekonomiska utvecklingen viker. Nedgraderingsrisk innebär att kreditvärdigheten i obligationen kan försämrans med risk för en efterföljande nedgradering av kreditbetyget. Kreditrisk mäts enligt ett mått som heter spreadduration, vilken fungerar enligt samma princip som vanlig duration⁴ men med skillnaden att spreaddurationen bara påverkar värdet vid en förändrad creditspread⁵ och är noll vid förändringar i det allmänna ränteläget. Spreaddurationen kan vara hög utan att fonden eller obligationen tappar i värde i en ränteuppgång. Detta innebär att obligationen kan ha en hög kreditrisk men samtidigt en låg ränterisk. Creditspread avgör hur stor ersättning investerare får för sin kreditrisk. Den viktiga inputen till creditspreaden kommer från emittentens rating.

Obligationen kan ha hög kreditrisk men låg ränterisk

Kreditrisken kan variera stort även inom ratingkategorierna

Ratingen avgör vilken kreditkategori, High Yield eller Investment Grade, obligationen tillhör men skillnaden i ratingen är stor även inom respektive kreditkategori. Eftersom en fond investerar i flera olika kreditobligationer anges kreditvärdigheten oftast som ett

¹ Ränterisk betyder att obligationens värde förändras på grund av förändring i räntenivån.

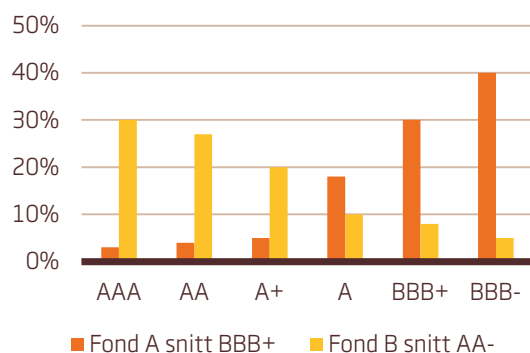
² Risk att obligationen inte kan avyttras i tid eller måste avyttras till ett väsentligt reducerat pris.

³ För vidare läsning om likviditetsrisk hänvisar vi till artikeln "Kreditobligationer – ur ett riskperspektiv" Investeringsstrategi, mars 2018.

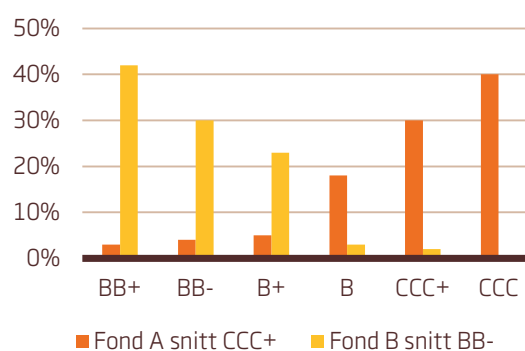
⁴ Duration är ett mått som mäter ränterisk och uttrycks normalt i år. Duration mäter hur känsligt värdet på ett eller flera räntebärande värdepapper är för förändringen i räntenivån.

genomsnitt av alla innehav. En Investment Grade-fond kan i teorin ha en genomsnittlig kreditvärdighet mellan AAA och BBB- samtidigt som en High Yield-fond kan ha en genomsnittlig kreditvärdighet mellan BB+ och CC(C).⁶ Detta betyder att kreditrisken inom dessa respektive ratingkategorier kan variera lika mycket, om inte mer, som den varierar mellan High Yield och Investment Grade.

IG – två fiktiva fonder med olika risknivåer



HY – två fiktiva fonder med olika risknivåer



Minskad kreditspread och sjunkande räntor är positivt för kreditobligationer...

Avkastningen påverkas av kreditrisk och ränterisk

Avkastningen på en kreditobligation består av både årliga kupongbetalningar samt det nominella beloppet som erhålls vid förfall. Kupongbetalningar är desamma under hela löptiden och påverkas därmed inte av ränterörelserna på marknaden. Däremot påverkas priset på obligationen om investeraren säljer sitt innehav innan löptiden gått ut. Istället för det nominella beloppet kommer investeraren nu att erhålla ett marknadspris som beror på ränteläget. Detta liknar ägandet av en vanlig statsobligation. Avkastningen påverkas i sin tur av både kreditrisk och ränterisk (även av likviditetsrisk). Kreditrisken är specifik för kreditobligationer och påverkar kreditspreaden. Minskad spread betyder att priset på kreditobligationer anses relativt sett mer attraktivt än priset på statsobligationer. Ränterisken påverkar avkastningen genom stigande eller sjunkande räntor. Vid sjunkande (stigande) räntor kommer priset att stiga (sjunka) då alla nya obligationer, som kommer att ges ut, kommer att ha en kupongbetalning som är lägre (högre).

Under krisen 2008 tappade High Yield och aktier mest i värde

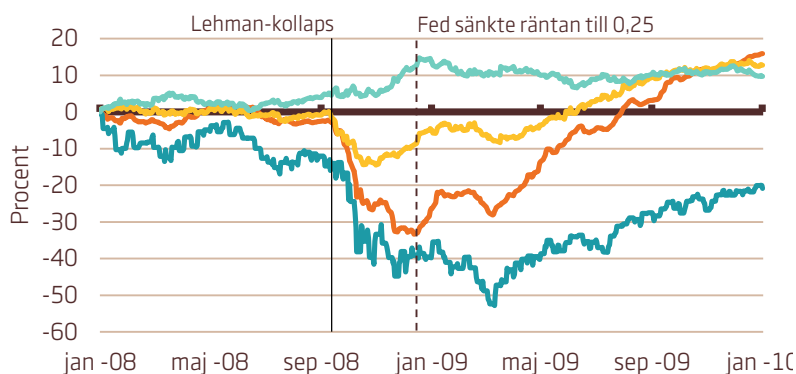
Hur mycket respektive kredit- och ränterisk påverkar obligationens värde beror i sin tur på magnituden på rörelserna i räntor och kreditspreadar. Under krisen 2008 tappade kreditobligationer kraftigt i värde, i paritet med aktier, till följd av den negativa riskmiljön. Avkastningen i High Yield-krediter sjönk som mest över 33 procent jämfört med Investment Grade som föll ca 13 procent. När räntan

⁶ Standard & Poor

⁷ Korrelation anges med en korrelationskoefficient som har ett värde mellan 1 och -1. 1 anger ett maximalt positivt samband och -1 ett maximalt negativt samband och 0 inget samband.

sedan, i mitten av december 2008, sänktes i USA återhämtade sig krediter relativt sett snabbare än aktier på grund av den positiva priset effekten via lägre räntor.

Avkastning efter Lehman-kris 2008



Källa: Swedbank, Macrobond, Factset

Generellt sett kan man säga att stigande räntor och försämrade riskmiljö på marknaden är negativt för kreditobligationer. Ränterörelserna påverkar ränterisken och riskmiljön i sin tur kreditrisken.

Tillgångar som har en negativ korrelation med varandra bidrar till lägre risk i en portfölj

High Yield och aktier har historiskt korrelerat starkt med varandra...

Kreditobligationer – ett "substitut" till räntor eller aktier?

En investerare som vill placera i flera olika tillgångsslag och ha en bra riskspridning i sin portfölj bör även ta hänsyn till samvariationen mellan de olika tillgångsslagen. Tillgångar som samvarierar med varandra i en hög utsträckning ökar generellt risken i portföljen jämfört med tillgångar där graden av samvariation, som också benämns som korrelation, är låg.⁷ Det finns en stor skillnad hur krediter historiskt sett samvarierat med aktier och räntor beroende på vilken ratingkategori krediterna tillhör. High Yield har samvarierat positivt med aktier (0,58) till skillnad från Investment Grade (-0,02). High Yield kan därför ses mer likt aktierisk. Investment Grade liknar i sin tur mer statsräntor, där en stigande räntemiljö historiskt sett drabbat avkastningen negativt och vice versa. Korrelationen i avkastningen mellan Investment Grade och statsräntor är starkt positiv (0,71) till skillnad från den negativa korrelationen i avkastningen mellan High Yield och statsräntor (-0,17).

⁷ Korrelation anges med en korrelationskoefficient som har ett värde mellan 1 och -1. 1 anger ett maximalt positivt samband och -1 ett maximalt negativt samband och 0 inget samband.

Det är viktigt att veta i vilket syfte man adderar kreditobligationer i sin portfölj: För att öka risken eller för att minska

Samvariationer mellan olika tillgångsslag *

	Räntor	Aktier	IG	HY
Räntor	1	-0,39	0,71	-0,17
Aktier	-0,39	1	-0,02	0,58
IG	0,71	-0,02	1	0,42
HY	-0,17	0,58	0,42	1

* Korrelationskoefficient beräknat på avkastning på de olika tillgångsslagen i USA mellan 2001-2018 på veckovisdata

Källa: Swedbank, Bloomberg

...Investment Grade kan nästintill likställas med statsräntor i en portfölj

Även om historiska samband bör ses med moderna ögon kan dessa dock understödja en tanke att Investment Grade delvis kan ses som ett "substitut" till statsräntor trots (kredit)risken. En sjunkande räntemiljö gynnar Investment Grade, liksom statsräntor, till skillnad från High Yield. Investment Grade har historiskt sett väldigt låg, marginellt negativ, samvariation med aktier på -0,02, vilket ger ett skydd mot en aktierisk i en portfölj. Skyddet är naturligtvis inte fullt ut lika bra som statsräntorna ger med sin tydliga negativa korrelation med aktier på -0,39. Dock betyder den svagt negativa korrelationen att Investment Grade klart bidrar till diversifieringen i en portfölj. Detta framför allt jämfört med High Yield som i sin tur bara adderar ytterligare till aktierisken. Vi anser därför att Investment Grade kan delvis fungera som ett skydd, om än inte exakt lika bra, i en portfölj istället för statsräntor. I synnerhet under tider då räntenivåerna i de svenska statsräntorna förefaller vara exceptionellt låga.

USA – vinstmomentum avtar

- ▶ **Makro: planar ut på höga nivåer**
- ▶ **Marknad: vinster belönas dåligt, vi nedgraderar**
- ▶ **Fokus: politiskt splittrat**

Stökig aktiehöst

Efter att tidigare under året kontinuerligt ha överavkastat, absolut och relativt andra ledande marknader, har hösten inklusive rapportperioden för det tredje kvartalet, inneburit en svagare utveckling på den amerikanska marknaden, i linje med ett globalt index. Dollarkursen, som tidigare i år stärktes kraftigt, har stabiliserats på höga nivåer, aktieavkastningen i svenska kronor är under perioden klart negativ. Volatiliteten, som under sommaren var låg, har under hösten periodvis återvänt till lite högre nivåer.

Vi neutraliserar portföljvikten

Efter att vi uppgraderade portföljvikten för USA i december 2017 (och sedan utökade under det här året) väljer vi nu att minska vår rekommendation till neutral. Amerikansk ekonomi uppvisar fortsatt en mer stabil utveckling och amerikanska bolag en bättre kombination av vinsttillväxt och lönsamhet än den vi hittar på annat håll, men vi noterar samtidigt att tillväxten ifrågasätts och inte längre belönas av marknaden som den gjort tidigare i den här utdragna aktiemarknadscykeln. Mottagandet av rapporterna för det tredje kvartalet är det sämsta sedan 2011. Tillväxtorienterade aktier generellt och IT-relaterade aktier specifikt har haft en tung höst. Sedan den amerikanska aktiemarknaden bottnade i mars 2009 har IT-sektorn överavkastat kraftigt, och den har tillsammans med tillväxtaktier generellt blivit allt viktigare för synen på den amerikanska marknaden. Under hösten har det samtidigt kommit signaler från den globala IT-sektorn att försäljning och produktion mattas av, åtminstone tillfälligt. Sådana signaler har bland annat kommit från flera av Apples underleverantörer.

Tillväxtaktier ifrågasatta

Urstark men balanserad makromiljö planar ut på höga nivåer

Amerikansk makroekonomi har under hösten fortsatt att utvecklas positivt, pådriven av finanspolitiska stimulanser, men den överraskar mindre positivt än under våren. Att aktivitetsnivån planar ut och till viss del mattas av är varken förvånande eller oroväckande, då arbetsmarknaden och den privatekonomiska situationen i USA är fortsatt bättre än på länge, med låg skuldsättning för både konsumtion och bostadsfinansiering. Tillförsikten från amerikanska konsumenter är i ett historiskt perspektiv mycket hög, och styrräntehöjningarna från Fed sker, som vi ser det av rätt anledning, det vill säga på grund av stark underliggande ekonomi. Indikationer från Thanksgiving Day, efterföljande Black Friday, samt dagarna därefter, visar att julhandeln har alla förutsättningar att bli en succé.

Stark rapportsäsong

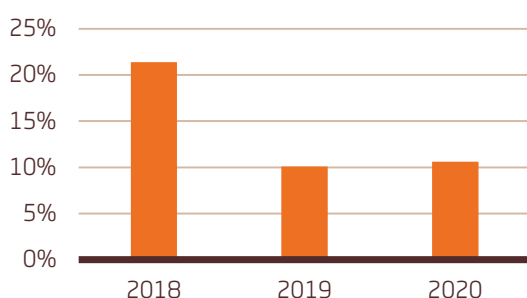
Den amerikanska rapportperioden för det tredje kvartalet är bakom oss och lämnar en positiv bild av efterfrågan och lönsamhet. Analytikernas förväntansbild för kvartalet liksom för 2018 som helhet har varit optimistisk men försiktig. En stor andel rapporter har infriat eller överträffat förväntansbilden. Rapportsäsongen tillhör de starkaste under den

här konjunkturcykeln och är jämfört med andra regioner mycket konkurrenskraftig. Den övervägande ljusa bilden omfattar en stor majoritet av sektorer och företag. Flera mer konjunktur känsliga sektorer som IT och konsument sällanköp överträffade förväntningarna mer än andra.

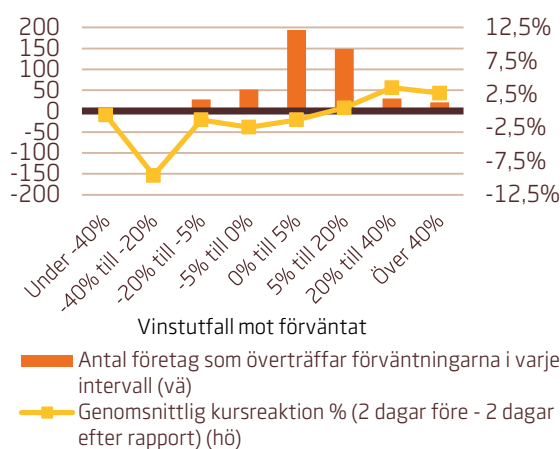
Historiskt höga vinstmarginaler

Vi hade inför rappersäsongen vissa reservationer för eventuell ökad vinstmarginalpress, bland annat via en lite snabbare kostnadsutveckling, men ännu är det svårt att se betydande negativ påverkan från sådana faktorer. Vinstmarginalerna ligger på historiskt höga nivåer, i genomsnitt kring 12 procent under det tredje kvartalet.

Förväntad tillväxt 2018–2020



S&P 500 kursreaktion jämfört med rapportutfall



Källa: Swedbank, Factset

Avtagande vinstmomentum

Mycket av överavkastningen från amerikanska aktier den här konjunkturcykeln i ett globalt perspektiv kan säkert tillskrivas den starka vinstutvecklingen. Sektorer med stark vinsttillväxt, som IT och hälsa, väger relativt tungt i ett amerikanskt index. Samtidigt har vinsttillväxten inom de flesta sektorer varit bättre i USA än i övriga världen. När nu vinstutvecklingen för närmast kommande perioder avtar och i högre utsträckning ifrågasätts av marknaden, är det rimligt att förvänta en lugnare aktiemarknadsutveckling. Effekten från skattereformen avtar framöver och detta tillsammans med stigande ränte- och produktionskostnader, samt en stark dollar gör att lönsamheten bör utvecklas lite långsammare än hittills. Vi bedömer att vinsttillväxten på den amerikanska marknaden blir fortsatt god, men att jämförelsen med ett extremt starkt 2018 blir mer utmanande framöver.

Halvtidsval utan överraskningar

Spekulationerna är igång kring hur nya maktpositioner kan påverka beslutsgången och vilka följder det får för marknaderna kommande två år. Den viktiga handelspolitiken påverkas sannolikt mindre. Demokraternas majoritet i representanthuset minskar möjligen risken för en mer expansiv finanspolitik och snabbt stigande räntor, en viktig faktor bakom höstens marknadssvagheter. Samtidigt ökar en större republikansk majoritet i senaten sannolikheten att införa reformer, däribland skattepaketet, överlever. Vår bedömning är att vi blivit av med en del osäkerhet och att fokus på fundamenta borde kunna öka framgent.

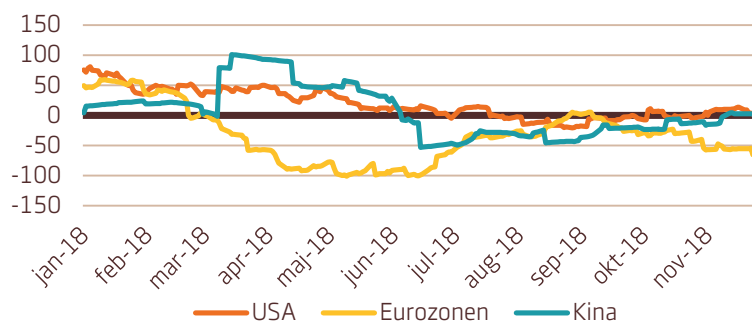
Europa – konjunkturrell snålblåst

- ▶ **Makro: fortsatt konjunkturrell avmattning**
- ▶ **Marknad: minskar undervikten, värden finns och frågan är...**
- ▶ **Fokus: ...när marknadens fokus vänds mot dessa**

Tidigare konjunkturrella mönster för 2018 ser ut att fortgå i form av svagare konjunktur men ingen recession

Europeisk konjunktur har under 2018 haft en motig resa där ekonomin genomgående inte har lyckats leva upp till marknadens förväntningar. Men med det sagt är tecknen på att en recession står för dörren svaga. Snarare ser tillväxten ut att mattas ytterligare men fortsätter att hanka sig fram och inte föranleda någon dramatik. Även om det givetvis, som så ofta senare år, finns orosmoment kring hur EU-samarbetet kommer att se ut framöver. Denna gång kanske främst i form av Italiens budget och hur Brexit slutligen kommer att falla ut. Däremot finns värden i de europeiska börserna, framförallt när marknadens intresse börjar röra sig från tillväxtbolag mot värdebolag. Det är anledningen till att vi väljer att minska vår undervikt om detta skifte kommer tidigare än vi bedömer. Något ytterligare som kan tala för europeiska aktier på lite sikt skulle kunna vara om marknaden börjar se den amerikanska centralbanken Federal Reserve som något försiktigare i sina utsikter vad gäller räntehöjningar och åtstramningar. Något som i sin tur skulle kunna locka över kapital till övriga marknader, som den europeiska.

Överraskningsindex



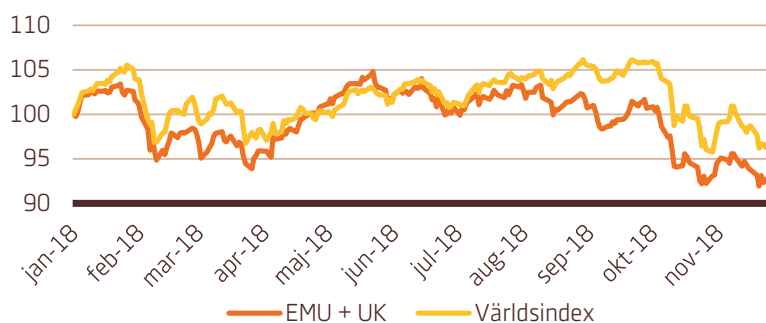
Källa: Swedbank, Macrobond

Europeisk aktiemarknad har haft det tufft under året

Frånsett en period under sommaren, då förväntningarna på den europeiska ekonomin hade skruvats ner, har statistiken genomgående haft svårt att leva upp till ekonomernas förväntningar. Det visar just förväntansbild och riktning men beskriver dåligt nivån på den underliggande ekonomin. Sett till den typen av underliggande statistik är det fortsatt på en relativt hög nivå men har precis som tidigare statistik kommit ner något under 2018. Den svalnande ekonomin får numera ses som marknadens konsensusuppfattning där få väntar sig att Europa kommer att överraska positivt. Något som till viss del kan

ses som en delförklaring till att europeiska börser klarat sig relativt väl under de senaste veckornas marknadsturbulens.

Aktieindex



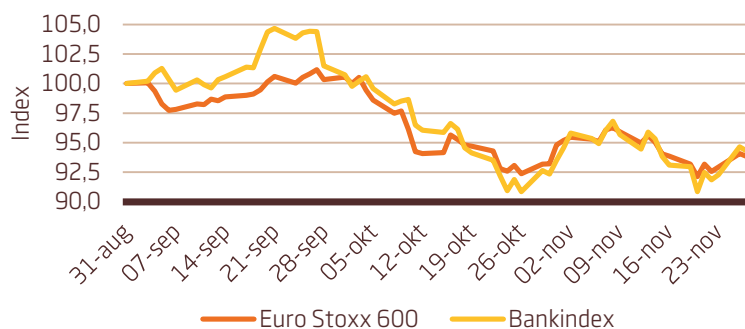
Källa: Swedbank, Macrobond

Utvecklingen i Italien är en viktig faktor för synen på banksektorn...

Europeiska börsens sammantaget lite defensivare indexsammansättning har hämmat börsutvecklingen under året. Dessutom har banksektorn, som väger tungt i index, haft det motigt i år men har hållit jämna steg under de senaste månadernas turbulens. En möjlig trigger för sektorn skulle kunna vara en lösning kring situationen i Italien vilket tydligt hade varit positivt för banksektorn. ECB har kommunicerat att de inte påverkas av situationen för italienska banker utan ser det som en enskild faktor. Skulle inflationen ta fart skulle också det vara positivt då det i sin tur borde tala för ett tidigareläggande av den första höjningen vilket även det skulle stödja europeisk banksektor.

... liksom ECB:s agerande och kommunikation

Aktier Europa, STOXX 600 och bank



Källa: Swedbank, Macrobond

Fallande börs tillsammans med oförändrade vinstförväntningar resulterar i en lägre värdering

Den svalnande konjunkturen till trots väntar analytikerna en fortsatt vinsttillväxt i Europa, och regionen är en av få där vinsttillväxten inte väntas falla 2019 från 2018 års nivåer. Detta då vinsttillväxten väntas ligga kvar på strax under 10 procent. Något som resulterat i att den fallande börsen, nu för första gången sedan 2013, handlas i linje med det historiska snittet sett till framåtblickande P/E-tal. Vilket innebär att MSCI Europa handlas till ett P/E-tal om 12,6 sett till framåtblickande vinster.

Sverige – neutral är lagom

- ▶ **Makro: Snart dags att säga– Äntligen Riksbanken!**
- ▶ **Marknad: I händerna på den globala riskviljan**
- ▶ **Fokus: Tilliten till estimaten för 2019**

Sverige svänger...

Sverige rör sig mer än de flesta andra marknader. I somras när aktier utvecklades starkt gick Sverige relativt bättre och nu i turbulensen tappar Sverige mer. Neutral vikt har varit rätt.

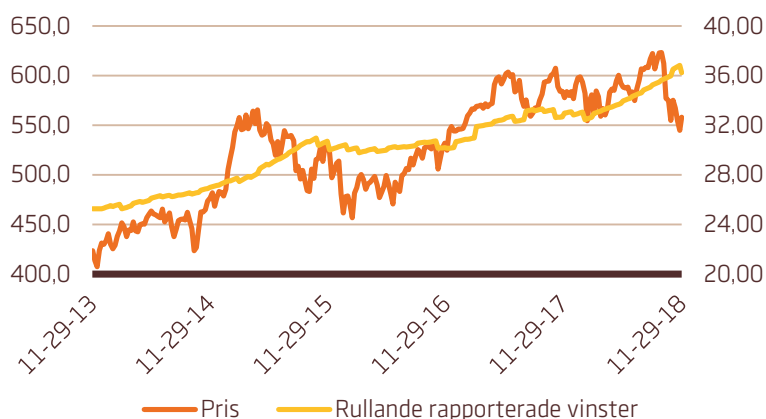
... med det globala risksentimentet

Sverige styrs till allra största del av externa drivkrafter. Med en stor andel globala världsledande konjunkturkänsliga bolag styrs utvecklingen till stor del av den globala makro- och valutautvecklingen. Ad-dera den globala riskviljan, som ofta gör att rörelser blir kraftfullare än vad som fundamentalt kan motiveras, och du har förklaringen till varför Sverige svänger mer än andra.

Om vinsterna håller skall sannolikt kurserna upp...

Argumenten bakom vår neutraliserade tillgångsvikt för aktier tynger på så sätt mer Sverige än många andra marknader. Anledningen till det är att den ökade riskaversionen vi ser bäst förklaras med en skepticism inför 2019. Skulle denna rädsla visa sig vara korrekt och förväntningarna vara för höga är det nog ingen vild gissning att det kommer slå hårdare mot Sverige än många andra marknader. För-enklat kan det beskrivas genom att global konjunktur styr utvecklingen för de cykliska sektorerna, som i sin tur styr den övergripande utvecklingen på Stockholmsbörsen. Faktumet att investerare ofta snabbt slits mellan hopp och förtvivlan lägger grunden till att Sverige blir en mer volatil marknad än många andra.

Aktiemarknaden och vinstutvecklingen



Källa: Swedbank, Factset

... men en neutral vikt känns rätt

Vi hävdar att det finns två sidor av samma mynt och det går i allra högsta grad att applicera på Sverige. Vi räknar med en hygglig global tillväxt och att bolagen kommer att kunna prestera hyfsat väl. Till stor del är det just detta investerare slits mellan nu – vågar de tro på detta eller inte. Får vi rätt kommer sannolikt dessa bolag få stöd under perioder men sen falla tillbaka så fort rädslan tar överhanden. En neutral vikt för svenska aktier känns naturligt.

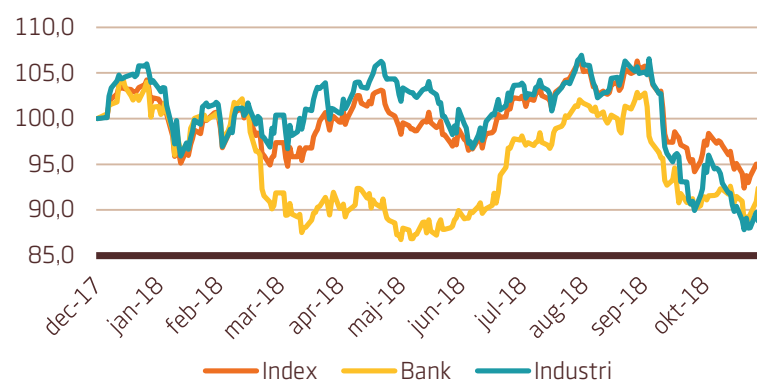
Snart dags, äntligen Riksbanken...

Även om den svenska aktiemarknaden till största del styrs av globala externa faktorer påverkas den definitivt också av den inhemska utvecklingen. Det tydligaste exemplet för stunden får nog vara den stimulerande Riksbanken som håller tillbaka den svenska kronan så länge inflationen inte når upp till de nivåer de önskar. Det här får konsekvenser i många led och den slutgiltiga påverkan är inte helt lätt att fastslå. En svag krona är bra för många bolag med utländska vinster samtidigt kan det vara avskräckande för utländska investerare att stoppa pengarna i Sverige om risken är att valutan åter upp avkastningen.

... om de nu vågar

Förväntningar om var räntan skall ta vägen påverkar dessutom i allra högsta grad bostadsmarknaden. Utvecklingen på den påverkar i sin tur den inhemska delen av investerarkollektivet och det kan även påverka utländska investerares syn på den svenska marknaden. Då kommer vi även osökt in på den näst största sektorn i Sverige, nämligen bankerna. Deras aktieprisutveckling styrs till stor del av var räntan tar vägen och hur bostadsmarknaden utvecklas. Det är med andra ord även många inhemska saker som påverkar den nationella aktiemarknaden. På temat hur utländskt kapital ser på Sverige vore det nog bra om det kom en regering på plats snart. Frågan om Riksbanken kommer att våga höja i december nu när den senaste inflationssiffran kom in lite lågt, samtidigt som tillväxten för det tredje kvartalet sjönk för första gången sedan 2013, påverkar dock sannolikt ännu mer.

Kursutveckling index och de två största sektorerna



Källa: Swedbank, Macrobond

Japan – katalysator krävs

- ▶ **Makro: stabilt utan att övertyga**
- ▶ **Marknad: attraktivt värderade vinster**
- ▶ **Fokus: politisk kontinuitet**

Ökad höstaktivitet

Efter en sommar med små prISRörelser har Tokyobörsen, traditionellt en av de mer volatila, återtagit ett lite större rörelsemönster. Avkastningen har samtidigt varit svag, marginellt bättre än ett globalt index. Internationella placerare har under 2018 nettosålt japanska aktier i en omfattning vi inte har upplevt på länge, vilket har bidragit till den svaga utvecklingen. Den japanska valutan har under perioden utvecklats sidledes mot den svenska kronan, resultatet är en negativ aktieavkastning för en svensk placerare sedan septemberstrategin. Under 2018 är utvecklingen räknat i svenska kronor på Tokyobörsen något sämre än ett världsindex.

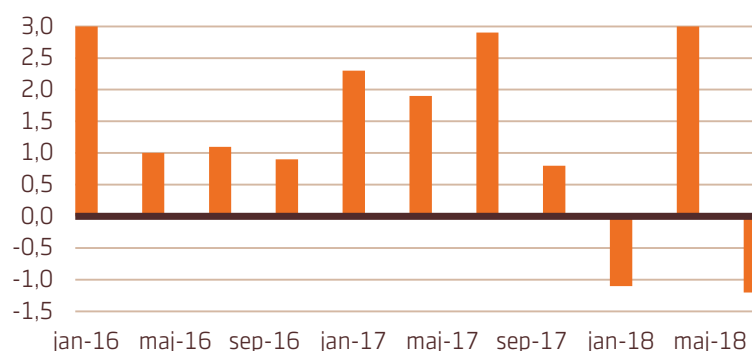
Katalysator behövs för omvärdering

Vi väljer att behålla en neutral portföljvikt i Japan, då vi förväntar oss en stabil intern och extern makroekonomisk miljö och hygglig vinstutveckling för de japanska företagen framgent. Efter höstens svaga kursutveckling är värderingarna alltmer attraktiva i Japan, historiskt och relativt andra marknader, men vi har svårt att se en katalysator som i närtid kan få de stora flödena tillbaka till Tokyobörsen.

Balanserad expansion

Efter ett positivt andra kvartal, utvecklades Japans BNP negativt under det tredje och minskade med 1,2 procent på årsbasis. Kvartalet avvek därför (för andra gången i år) från den tidigare trenden från början av 2016, med två års obruten positiv ekonomisk tillväxt, den längsta expansionen sedan slutet av 80-talet. Siffran för det tredje kvartalet är preliminär och påverkad av en del tillfälliga faktorer, däribland flera naturkatastrofer.

BNP, Kvartalsförändring, Årstakt



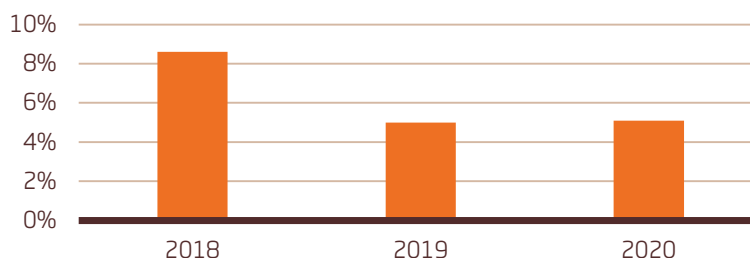
Källa: Swedbank, Macrobond

Vi tror på fortsatt hygglig japansk makroekonomisk utveckling, stabil men utan att driva prisutvecklingen eller ge Bank of Japan anledning att ändra sin aggressiva stimulanspolitik. Under de senaste mötena har centralbanken sänkt inflationsprognosen för kommande perioder och signalerat oförminskad stimulans, däribland negativ kort ränta, med avsikt att åstadkomma en brantare räntekurva.

Global efterfrågan driver japanska vinster

Utfallet från den japanska rapportssäsongen för septemberkvartalet övertygar inte i förhållande till förväntansbilden på samma sätt som vi har vant oss vid de senaste kvartalen. En del snabbväxande segment, bland annat inom IT, har haft svårt att infria förväntningarna. Avkastningen för IT-sektorn i Japan tillhör de sämre i år. Sektorsammansättningen på den japanska börsen gynnas relativt mycket av global tillväxt, åtföljt av lite högre inflation och räntor, Tokyobörsen är omvärldsberoende, och en fortsatt god global efterfrågan driver de japanska bolagens intjäning. Företagens egna prognoser är generellt konservativa, som ofta i det här skedet, och det finns skäl att räkna med löpande upprevideringar under återstoden av det finansiella året. Vi bedömer ändå att vinstutvecklingen för kommande perioder inte når upp till den på andra större marknader, framförallt USA och Tillväxtmarknader. Efter ett urstarkt 2017 ligger analytikernas prognoser för vinsttillväxten kring 8 procent för det japanska finansiella året, lite under andra stora regioner.

Förväntad vinsttillväxt 2018–2020



Källa: Swedbank, Factset

Attraktiva värderingar

Vi bedömer att Tokyobörsen är attraktivt värderad, historiskt och jämfört med andra marknader. Vi grundar detta på flera parametrar, som exempelvis traditionella PE-tal, sådana som är justerade för konjunkturfas och inflation eller pris i förhållande till substansvärde. De attraktiva värderingarna gäller speciellt om man beaktar bolagens stora kassapositioner och förutsättningar att öka utdelningar och återköp. Trenden mot ökad kompensation till aktieägarna har fortgått under flera år och är oförminskad.

Politisk kontinuitet

Efter valet till ledare för det regeringsbärande partiet LDP i september, har vi en kontinuitet i japansk politik som länge saknats. Premiärminister Abe leder sannolikt landet till hösten 2021. Marknaden har, sedan Abes tillträde för över fem år sedan, investerat förtroendekapital i japansk reformpolitik, men förväntningarna har successivt hamnat lite i skymundan. En revitalisering av reformpolitiken under återstoden av mandatperioden skulle tas emot väl av marknaden.

Tillväxtmarknader – tydliga värden

- ▶ **Makro: hyggliga utsikter**
- ▶ **Marknad: attraktiva värderingar, vi uppgraderar**
- ▶ **Fokus: högt handelsberoende**

Lite lugnare höst

Turbulensen på Tillväxtmarknaderna under vår och sommar har mattats av under hösten, volatiliteten är lite lägre men fortfarande på högre nivåer än på mer utvecklade marknader. Aktieutvecklingen sedan vår septemberstrategi är lite bättre än den på övriga regioner, i lokal valuta och i svenska kronor. Under året som helhet är avkastningen däremot klart negativ. Kina, som utgör en stor del av det marknadsuniversum vi följer, svarar för en stor del av den svaga utvecklingen, men flera marknader som tidigare under året hade en stabil utveckling, däribland Korea, Taiwan och Indien, har under hösten haft en svag avkastning.

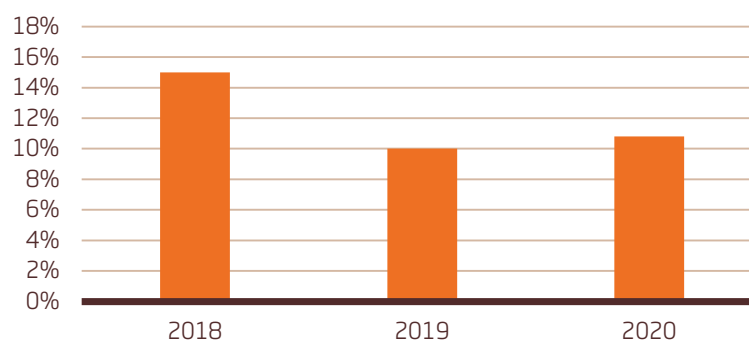
Fler tillväxtmarknader har underpresterat under hösten

Vi höjer rekommendationen ytterligare

Vi uppgraderade den rekommenderade portföljvikten för Tillväxtmarknader i vår oktoberstrategi, de viktigaste argumenten då var värderingar som vi bedömde väl kompenserade för lite högre risk, efter en betydande nedgång tidigare i år, ett argument som vi tycker har blivit alltmer giltigt under hösten. De goda vinstförutsättningarna bidrar till detta. Vi väljer nu att ta vår argumentation ytterligare ett steg och höjer den rekommenderade övervikten på Tillväxtmarknader. Vi har ännu en solid rapportssäsong bakom oss, med åtföljande goda utsikter. Bolagen fortsätter att leverera i linje med eller något bättre än högt ställda förväntningar. Prognosen för vinsttillväxt innevarande år har stigit successivt till cirka 15 procent. I en del fall är värderingarna därför historiskt låga.

Fin vinstutveckling ger attraktiva värderingar

Förväntad vinsttillväxt 2018–2020



Källa: Swedbank, Factset

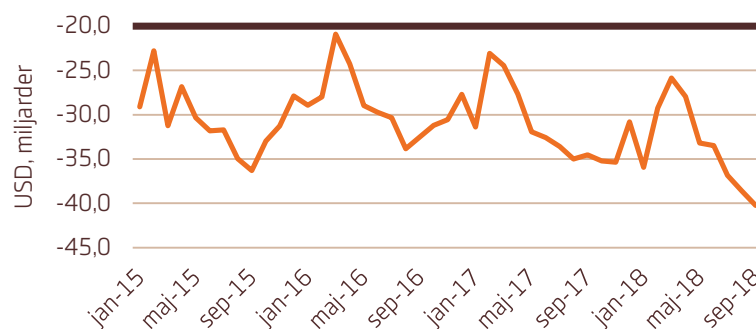
Risikbild kvarstår

Vi höjer rekommendationen, väl medvetna om att flera osäkerhetsfaktorer kvarstår, det gäller lägre global riskaptit generellt, i spåren av bland annat handelsdispyten mellan USA och Kina. Det gäller också en stark dollar, lägre råvarupriser, och flera lokala oroshärdar, däribland i Turkiet, och delar av Latinamerika.

Kina i centrum

Kina står i centrum för utvecklingen på Tillväxtmarknaderna och svarar för cirka 30 procent av dess aktiemarknader. Kina är också huvudpart i handelsbråket med USA, en dispyt med maktpolitiska förtecken. Aktivitetsdata från Kina har rapporterats lite svagare under hösten, bland annat BNP för det tredje kvartalet och inköpschefernas index. Efter att tidigare under året ha stramat åt i syfte att korrigera obalanser och förhindra delar av ekonomin att överhetta visar Kinas myndigheter vilja att åter föra en mer expansiv ekonomisk politik. Ett skäl är sannolikt att mota effekterna av handelskonflikten med USA. Kinesisk ekonomisk stimulans är positiv för råvaror och råvarurelaterade ekonomier och därför för Tillväxtmarknader generellt. Men effekten kommer med fördröjning. Samtidigt saknas så här långt tydliga tecken på att kinesisk handel är påverkad av handelsdispyten. En svag kinesisk valuta bidrar till detta.

Handelsbalans USA–Kina, miljarder USD



Källa: Swedbank, Factset

Stort handelsberoende

Hotet om ytterligare tullpålagor på kinesisk export till USA från och med januari har skjutits på framtiden, vilket är positivt, men det är värt att notera att även om hoten senare skulle bli realitet, också detta motsvarar en mindre del av både kinesisk och amerikansk ekonomi (Kinas export till USA motsvarar cirka 3,5 procent av dess BNP). Handelsdispyten mellan USA och Kina slår samtidigt indirekt mot hela tillväxtmarknadsområdet som generellt är ytterst handelsberoende. Fortsatt stabil global ekonomisk utveckling är en förutsättning för att Tillväxtmarknaderna ska utvecklas väl.

Marknadsosäkerhet ger köptillfälle

Vår positiva syn på Tillväxtmarknader gäller också deras långsiktiga förutsättningar. Regionen kombinerar makroekonomisk dynamik och högintressanta, rimligt värderade bolag. I en miljö med låg vilja att ta risk, och kvarstående handelspolitisk osäkerhet, där den amerikanska centralbanken har förväntats fortsätta att höja styrräntan och tillväxtmarknadsvalutorna har varit under press, har Tillväxtmarknaderna haft svårt att avkasta. Vårt grundscenario är att handelsdispyten hålls kontrollerad och att oavsett utgång behöver effekten för Tillväxtmarknaderna inte bli dramatisk. Vi bedömer att aktievärderingarna för regionen generellt har nått nivåer som väl kompenserar för riskerna, med åtföljande lite högre osäkerhet och volatilitet.

Upplysningar till kund

Detta dokument har sammanställts av analytiker på Swedbank Strategi & Allokering, en del av Group Savings. Strategi & Allokering består av en analys-avdelning i Sverige och är ansvarig för Swedbanks investeringsstrategi.

Vad vår analys är baserad på

Swedbank Investeringsstrategi grundas underliggande på fundamental analys gällande makroutveckling och syn på finansiella tillgångar.

Rekommendationsstruktur

Tidsramar och rekommendationsstrukturer varierar mellan olika produktioner som produceras av Strategi & Allokering. Swedbank Investeringsstrategi 3-6 månader, Fokusportföljen 3-6 månader, Sektorfavoriter 12 månader, Bolagsanalys 12 månader.

Köp: Den förväntade uppsidan beräknas komma att bli minst 10 % över de kommande 12 månaderna (minimikravet på uppsidan kan vara högre mot bakgrund av företagets riskprofil).

Behåll: Den förväntade uppsidan understiger 10 % (den förväntade uppsidan kan vara högre mot bakgrund av företagets riskprofil).

Minska: Det finns en förväntad nedsida.

Acceptera bud: I samband med ett, helt eller delvis, övertagandebud, tvångsinlösen eller likande köpförslag anses anbudspriset återspegla aktiens korrekta värde.

Avvisa bud: I samband med ett, helt eller delvis, övertagandebud, tvångsinlösen eller likande köpförslag anses anbudspriset undervärdera aktien.

Under granskning: En händelse har inträffat med en förväntad signifikant påverkan på vår riktkurs och vi kan inte utfärda en rekommendation innan den nya informationen har bearbetats och/eller när det saknas en ny.

Ingen rekommendation: Aktien täcks inte.

Begränsad: En rekommendation, riktkurs och/eller finansiell prognos visas inte längre på grund av regelefterlevnad och/eller med hänsyn till andra regleringar.

Analytikern intygar

Analytikern(a) som är ansvarig(a) för innehållet i detta dokument intygar att det reflekterar deras personliga åsikt/er om de geografiska marknader och finansiella tillgångar som de täcker. Detta oavsett om det kan finnas sådana intressekonflikter som det refereras till nedan.

Analyserna är självständiga och baseras endast på publik tillgänglig information.

Utgivare, distribution och mottagare

Detta dokument har sammanställts av Strategi & Allokeringens analytiker på Group Savings inom Swedbank AB (publ) ("Swedbank"). Swedbank AB står under tillsyn av Finansinspektionen i Sverige.

Distributörerna har inte rätt att göra några ändringar i dokumentet innan distribution.

I Finland distribueras dokumentet av Swedbanks filial i Helsingfors, som står under tillsyn av Finlands finansiella tillsynsmyndighet (Finanssivalvonta). I Norge distribueras dokumentet av Swedbanks filial i Oslo, som står under tillsyn av Norges finansiella tillsynsmyndighet (Finanstilsynet).

I Estland distribueras dokumentet av Swedbank AS, som står under tillsyn av Estlands finansiella tillsynsmyndighet (Finantsinspektsioon).

I Litauen distribueras dokumentet av "Swedbank" AB, som står under tillsyn av Republiken Litauens centralbank (Lietuvos bankas).

I Lettland distribueras dokumentet av Swedbank AS, som står under tillsyn av Finans- och kapitalmarknadsinspektionen i Lettland (Finanšu un kapitāla tirgus komisija).

I USA distribueras dokumentet av Swedbank Securities U.S. LLC ("Swedbank LLC"), som ikläder sig ansvar för innehållet. Dokumentet får endast distribueras till institutionella investerare. De institutionella investerare i USA som får detta dokument och som önskar utföra en transaktion i något värdepapper som nämns i rapporten, ska endast göra detta via Swedbank LLC. Swedbank LLC är en USA-baserad mäklare/handlare, som är registrerad hos the Securities and Exchange Commission, och är medlem av the Financial Industry Regulatory

Authority. Swedbank LLC är en del av Swedbank.

För viktiga upplysningar i USA, hänvisas till:

<http://www.swedbanksecuritiesus.com/disclaimer/index.htm>

I Storbritannien får detta dokument endast distribueras till "relevanta personer". De som ej är "relevanta personer" får ej agera utifrån eller lita på detta dokument. Endast "relevanta personer" får ges tillgång till och delta i de investeringar eller investerings-aktiviteter som nämns i detta dokument.

Med "relevanta personer", avses personer som:

- Har yrkeserfarenhet av den typ av investeringar som avses i artikel 19(5) i the Financial Promotions Order.
- Är personer som avses i artikel 49(2)(a) till (d) i the Financial Promotion Order.
- Är personer till vilka en inbjudan eller uppmaning att delta i investeringsaktiviteter (i enlighet med avsnitt 21 i the Financial Services and Markets Act 2000) - i samband med utgivning eller försäljning av värdepapper - annars lagligen kan kommuniceras, direkt eller indirekt.

Ansvarsbegränsningar

All information i detta dokument är sammanställt i god tro från källor som anses vara tillförlitliga. Swedbank påtar sig dock inte något ansvar för dess fullständighet eller riktighet. Du rekommenderas därför att bilda dig din egen uppfattning och inte enbart förlita dig på information från detta dokument. Observera att analysen kan vara subjektiv. Analytikern baserar sin analys på den information som finns tillgänglig just nu och att analytikern kan ändra åsikt om förutsättningarna förändras. Om analytikern ändrar åsikt eller om en ny analytiker med en annan åsikt blir ansvarig för att täcka ett företag, strävar vi efter att informera om detta så snart det är möjligt med tanke på eventuella regleringar, lagar, interna procedurer eller andra omständigheter.

Detta dokument är framställt i informationsyfte för allmän spridning till behöriga mottagare och är inte avsett att vara rådgivande. Dokumentet utgör inte ett erbjudande om att köpa eller sälja finansiella instrument.

Swedbank påtar sig inte något ansvar för direkt eller indirekt förlust eller skada av vad slag det än må vara, som grundar sig på användande av detta dokument.

Intressekonflikter

På Swedbank har interna riktlinjer implementerats för att säkerställa integriteten och oberoendet av analytikerna.

Riktlinjerna innehåller regler för, men inte begränsat till:

- Strategi & Allokeringens analysprodukter får endast baseras på publik information.
- Analytikerna tillåts, som huvudregel, inte inneha några positioner (långa eller korta) i strid med de rekommendationer i bolag de bevakar.
- Ersättningen till personalen inom Strategi & Allokering kan innefatta diskretionära utmärkelser baserade på företagets totala intäkter. Dock får ingen personal ta emot ersättning baserat på någon specifik investeringsrekommendation.

Läsaren bör vara uppmärksam på att vissa finansiella instrument som nämns i detta dokument kan vara utgivna av Swedbank AB eller av Swedbank Group.

Planerade uppdateringar

Swedbank Investeringsstrategi utkommer fyra gånger per år med månatliga uppdateringar. Övriga produkter utkommer med tätare intervall samtidigt som en del Ad hoc-publikationer också förekommer

Mångfaldigande och spridning

Materialet får inte mångfaldigas utan Strategi & Allokeringens, Group Savings, medgivande. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse.

Mångfaldigad av Swedbank Strategi och Allokering, en del av Group Savings, Stockholm.

Adress

Group Savings, Swedbank AB (publ), SE-105 34 Stockholm.
Besöksadress: Malmskillnadsgatan 23, 111 57 Stockholm.

Välkommen till Swedbanks Investeringsstrategi!

Syftet med produkten är att skapa en enhetlig rådgivning inom placera-
området för alla bankens kunder samt att delge vår syn på aktuellt makro-
och marknadsläge.

Vår ambition är att ge våra kunder goda placeringsrekommendationer och
väl underbyggda argument till dessa. Vi hoppas att Investeringsstrategin
ska bidra till en förenkling i valet av olika investeringsalternativ.

Investeringsstrategin utkommer i mars, maj, september och december
med kortare månatliga uppdateringar.