



I detta nummer:

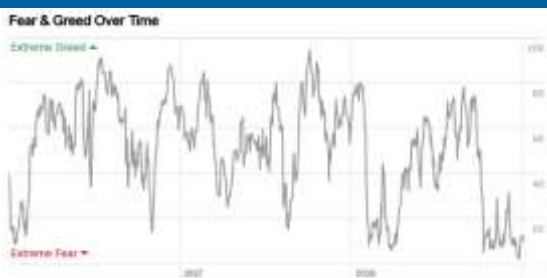
Reflektioner	2
Vår allokering	4
Norden	7
-Nordisk räntemarknad	9
Europa	10
USA	11
Japan	12
Tillväxtmarknader	13
Tillgångsklasser	16
-Aktier	16
-Globala räntor	16
-Alternativa tillgångar	18
SparAktiv – Den bekväma spartjänsten	20
Viktig information	21

REFLEKTIONER

I december så vidhöll vi att de fundamentala förutsättningarna inte ändrats i egentlig mening. Däremot konstaterade vi att känslorna var i dallring, vilket inte minst har kunnat avläsas i både börskurser och i sentimentsindikatorer.

En av de bättre, och som vi tidigare skrivit om, är CNN Moneys Fear and Greed-indikator, en indikator som består av 7 olika komponenter för att se vilket humör som placerarna är på.

Fear and Greed index, -3 år



Källa: CNN Money

Och sedan i oktober har detta index legat på extremt pessimistiska nivåer. Under julveckan var indexet nere på 2, vilket väl får beskrivas som att investerarna skyr all tänkbar risk.

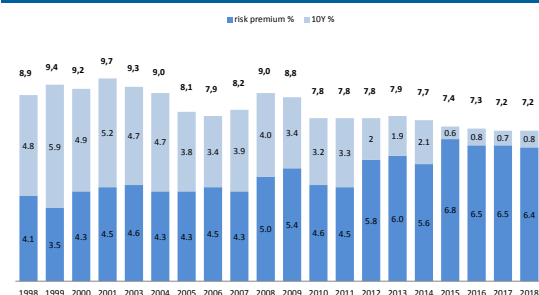
Är investerarna rationella? På detta sticker vi ut hakan och säger nej, åtminstone inte på kort sikt. Men hösten 2018 innebar en riktig prövning på de investeringsteman som gällt tidigare, så reaktionen har sannolikt ändå varit i paritet med vad som legat i korten. När centralbankerna efter kreditkrisen sänkt räntor till i vissa fall under noll procent och sedan tillfört kapital till marknaderna genom att köpa statsobligationer i första hand, och till och med aktie-ETFer i vissa undantagsfall så skapade detta ett konstlat lugn på marknaderna. När inte de folkvalda mäktat med att bryta negativa spiraler så har centralbankspolitikerna definitivt gjort så. Känslan i marknaden har under tilltagande intensitet varit att den hjälpande handen lyfts och att placerarna får klara sig själva.

Och visst är det så att fler centralbanker nu stramar (höjer) åt än som stimulerar (sänker). Även om ECB, Bank of Japan och Riksbanken fortfarande stimulerar så har de trots allt

stramat åt i verbal andemening. Bank of Japan i somras och ECB och Riksbanken under hösten genom att klargöra att stöden kommer minskas framöver, dels genom att avsluta tillgångsköpen och dels genom att höja räntan. Detta för att inte ytterligare underbygga bubblor.

Har vi då bubblor i dess egentliga mening? På denna fråga sticker vi inte ut hakan mer än att konstatera att tillgångar tveklöst värderas utefter de omvärldsförutsättningar som råder. Och med en extremt låg diskonteringsränta så blir avkastningskravet därefter. Å andra sidan, när marknadens aktörer tillfrågas vad diskonteringsräntan är så har de konsekvent svarat att den är högre än marknadsräntan. Så placerarna har inte riktigt accepterat att räntorna skall vara låga för alltid.

Riskpremien på svenska börsen, -20 år



Källa: Alfred Berg, KPMG

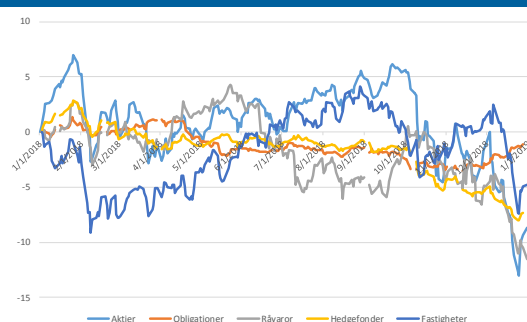
Varför är de så oroadе när räntorna stiger? Just detta är en paradox. De borde ju inte bli det och därför heller inte sälja av aktier och andra risktillgångar. Faktum är att börsen ofta fortsätter att stiga trots att räntorna klättrar. Men denna gång så förefaller konjunkturen försvagas innan normaliseringen ens börjat, vilket sannolikt är en viktig förklaring till oron.

När positioneringen varit ensidig skapas också stora kapitalflöden när temen ändras. Så vart tar pengarna vägen? När vi studerar kassapositionering så har den stigit på sistone, lite beroende på vilken undersökning man studerar. Kassorna är av förklarliga skäl fortfarande låga, i ett historiskt perspektiv – det har ju funnits få alternativ att investera i. Men risken är nu, om turbulensen fortsätter, att andelen ökar snabbt, vilket sannolikt kommer

att fortsätta att pressa främst krediter, som av många allokeringare använts som ett substitut till kassa. För professionella investerare utgör kassaplaceringar fortfarande inget allokeringsoption, utan det är primärt privata investerarens flöden som syns.

Det är också lätt att skylla fallen på algoritmhandeln, och det är troligt att algoritmiska handelsstrategier har en stor förklaringsbörda på sig för turbulensen. Det är inte för inte som de etablerade börserna har algohandlarnas datorer i samma datorhall som börsens huvuddator. Alla vill ha så kort avstånd som möjligt till huvuddatorn för att inte förlora de viktiga millisekunderna. Och man skall också komma ihåg att en algostrategi sällan bryr sig om riktningen på priset, men också insett att det som tar lång tid att bygga snabbt kan raseras. Med andra ord, när det faller så faller det snabbt.

Avkastning mellan tillgångar, -1 år, i USD



Källa: Alfred Berg, Bloomberg, MSCI

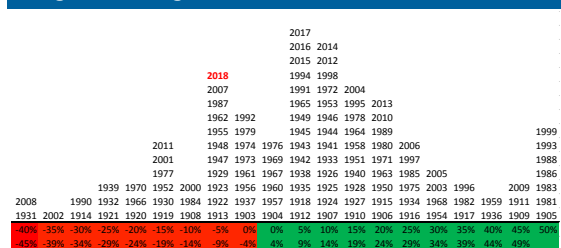
Som man kan se i ovan diagram har ingen tillgångsklass bland de stora lämnat positiv avkastning i USD under 2018, vilket i sig är ovanligt. Det har således varit en utmaning att diversifiera mellan olika tillgångsklasser. Efter oljepriskollapsen så har råvaror varit den svagaste tillgången medan obligationer för ovanlighetens skull tappat minst under året.

När vi snävar in blicken och tittar på svenska aktier kan vi konstatera att svenska aktier adderat till den negativa vänstra delen av den nästan klockformade avkastningsfördelningsstapeln. Aktieavkastning över tid är inte helt normalfördelad utan skall snarare ha en drift till höger i diagrammet, av den enkla anledningen att aktier på lång sikt

måste ge en kompensation för den risk man utsätter kapitalet för.

För att få förmånen att låna kapital av aktieägarna förväntas att bolagen lämnar reell avkastning, det vill säga utdelningar som en andel av vinsten. Och det kan de bara göra om de är lönsamma.

Årlig avkastning från 1903, svenska börsen



Källa: Jonas Öst

Källa: AFGX, NasdaqOMX, Alfred Berg

Under 2019 kommer vi hålla extra koll på ett antal intressanta företags. Bland annat har vi skådespelet kring handelstullarna där Kina fick 90 dagar på sig sedan senhöstens G20-möte med Trump att i princip villkorlöst leverera på en rad punkter kopplade till relationerna mellan primärt USA och Kina. I Januari är det tänkt att de skall träffas igen och Trump har naturligtvis hunnit föregå mötet genom att twittra och där ställt upp marknadens förväntningar på en för USA (och omvärlden) fördelaktig utkomst. Med tanke på historiken, och den komplicerade frågeställningen, finns det utrymme för besvikelser.

Vidare kommer vi hålla ordentlig koll på vinstprognoserna där vi ser en del oroande tecken, vilket du kan läsa mer om under värderingsavsnitten i denna publikation. Vänder vinstestimatet ned på allvar bekräftas börsens prognoskicklighet, oavsett om det varit algohandlare inne och påverkat trenden eller inte.

Kopplat till vinstestimatet så kommer industriproduktionssiffror också tilldra sig intresse och även här kommer en vikande tendens ge vatten på pessimismens kvarn.

Avslutningsvis så kommer centralbankspolitik också vara oerhört intressant att bevaka. Centralbankspolitikerna har tidigare varit

lyhörda för oro på marknaden och även om de nu tänker sig en normalisering så kan besluten snabbt reverseras om så behövs. Kanske blir det till och med så att den amerikanska centralbanken istället sänker räntan istället för att som tänkt höja två gånger under 2019?!

I enlighet med Alfred Bergs allokeringsstrategi så tittar vi på makrobilden, värderingarna och sedan på marknadssentimentet. Makrobilden är ännu relativt stark även om många ser framför sig en svagare utveckling under 2019 än under 2018. Värderingarna har kommit ned ordentligt och utgör snarare stöd än motstånd. Men detta kräver att inte vinsterna faller, då detta pressar upp värderingen. Sentimentet är så negativt det kan bli och har varit så under några månader. Det som är ytterligare negativt är att den tekniska analysbilden nu bekräftar den fallande trenden. Även om 2018 var ett volatilt börsår så fick vi först i december teknisk berättelse på att trenden brutits.

Sammantaget ger det oss en försiktigare syn än tidigare, eftersom problemhårdarna hopat sig i takt med att sentimentet förmörkats. Men att kapitulera för en mycket mörk börssyn ser vi dock inte som tillrådligt eftersom vi i dagsläget inte ser tecken på en ny finanskris eller en recession. När sentimentet är så pass negativt som det är nu är allokeringen också försiktigare än normalt, vilket gör att en positiv förändring sannolikt kommer ske snabbt. Därför gör vi endast marginella förändringar i allokeringen.

Jonas Olavi
Allokeringschef, Alfred Berg

Vår allokering – Januari

Allokering mellan tillgångsslagen

Tillgångsfördelning	--	-	0	+	++	Förändring	1 År	1M	SD Rörelse	Trend 1Y	Trend 5Y
Aktier						Ned	-0.3	-8.6	1.5	↘	↗
Obligationer							0.2	2.1	0.5	↗	↘
Kassa						Upp	n.m.	n.m.	n.m.	→	→
Alternativa investeringar							-2.6	-5.3	-0.6	→	↗

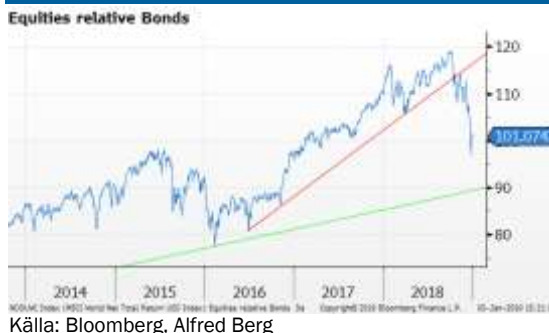
Källa: Alfred Berg. Avkastningssiffror i lokal valuta.

Förändringar i allokeringen

Trots att vi anser att det är sentiment (oro) snarare än fundamenta (verklighet) som styr placerandet för nävarande har vi fått bekräftelser på en fallande trend, vilket gör att vi intar en mekanisk nedtrappning av risken. Detta

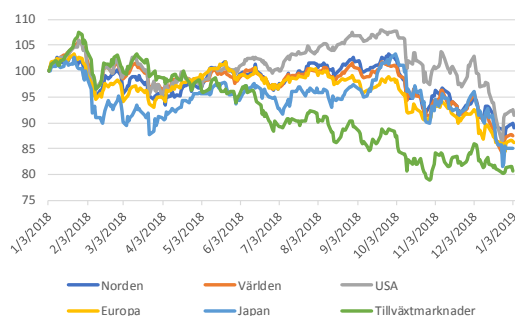
gör vi genom att dra ned aktier till neutral igen efter 2 månaders övervikt. Eftersom obligationer givit en positiv avkastning (när räntorna faller) vill vi vara försiktiga med att dra upp räntevikten. Istället så viktas vi upp kassan till övervikt, vilket är en rent defensiv åtgärd.

Aktier kontra obligationer



Efter urladdningen på aktiemarknaden är det bara långa trenden som fortfarande talar för aktier kontra obligationer. Men när sentimentet stiger ser vi potential för en ränteuppgång, vilket snabbt kommer reversera den för aktier dystra bilden.

De stora aktiemarknaderna



Källa: Bloomberg, Alfred Berg

På ett års sikt har amerikanska aktier övertaget, men har samtidigt lett nedgången de senaste månaderna. Tillväxtmarknader har stabiliserats i relativ bemärkelse och också fått se ökade tillflöden.

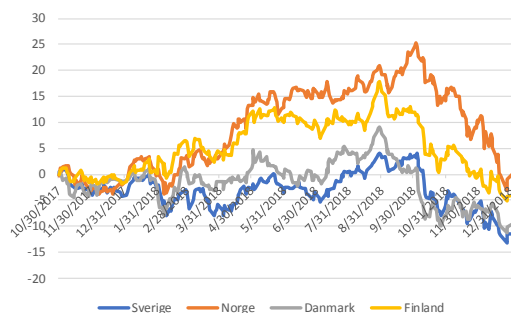
Regional viktning

Regionala aktier	--	-	0	+	++	Förändring	1 År	1M	SD Rörelse	Trend 1Y	Trend 5Y
Norden							-0.5	-5.9	-1.0	→	↗
Europa							-1.6	-7.1	-0.6	↗	↘
USA							0.1	-10.0	6.8	↗	↗
Japan							1.6	-5.1	1.0	→	↗
Tillväxtmarknader							-1.0	-6.0	0.6	↘	→

Källa: Alfred Berg. Avkastningssiffror i lokal valuta.

Att allokera mellan olika marknader som handlas kraftigt volatilt är en utmaning. Vi väljer dock att kvarhålla vår tidigare allokeringsfördelning som innebär övervikt amerikanska och japanska aktier och undervikt europeiska samt tillväxtmarknadsaktier. Även om tillväxtmarknader klarat sig relativt sett bättre senaste månaderna beror endast på att de inte fallit lika mycket, en klen tröst i sig.

Nordiska börser



Källa: Bloomberg, Alfred Berg, i SEK.

Finska och norska aktier har lett utvecklingen på 12 månaders sikt, men fallet i norska aktier har varit större de senaste 3 månaderna.

Nordiska aktiemarknaderna

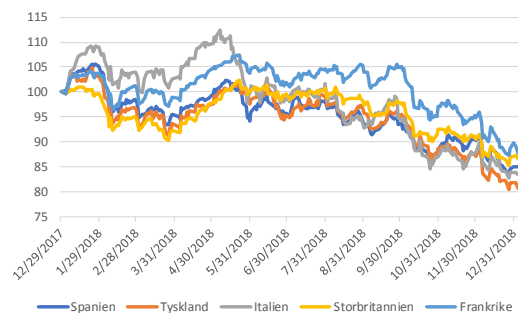
Norden	--	-	0	+	++	Förändring	1 År	1M	SD Rörelse	Trend 1Y	Trend 5Y
- Finland						Ned	-10.3	-2.8	-0.3	↘	↗
- Norge						Ned	-1.0	-5.2	2.7	↘	↗
- Danmark						Upp	-14.4	2.4	1.3	↗	↗
- Sverige						Upp	-11.9	-1.1	2.6	↗	↗

Källa: Bloomberg, Alfred Berg

Utifrån ett tekniskt perspektiv ser danska börsen mest intressant ut medan den norska ser mest utmanande ut. Vi låter dock den neutrala stansen stå sig mellan de nordiska marknaderna.

I Europa ser alla börser svaga ut för närvarande och lockar inte till ökad positionering.

Europeiska börser



Källa: Bloomberg, Alfred Berg

Senaste året har franska aktier klarat sig minst dåligt medan övriga rört sig i princip lika svagt, men svagast har tyska aktier gått efter oro om att fordonsindustrin kommer få sig en släng av den trumpska rättvisesleven. Dessutom har europeiska banker, och inte minst tyska utvecklats svagt.

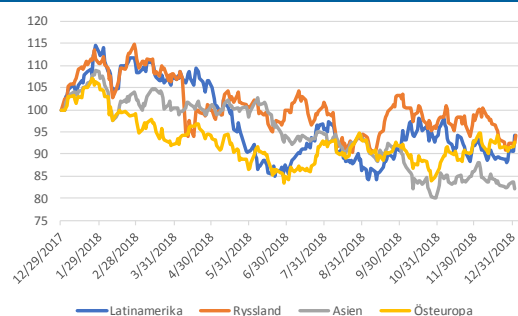
Europeisk allokeringssyn

Europa	--	-	0	+	++	Förändring	1 År	1M	SD Rörelse	Trend 1Y	Trend 5Y
-Tyskland							-18.9	-1.2	-2.0	↘	↗
-Frankrike							-11.6	-2.1	-2.6	↘	↗
-Italien							-19.9	-1.0	-1.5	↘	↗
-Storbritannien							-14.9	-1.0	-1.0	↘	↗
-Spanien							-16.8	1.0	-2.2	↘	↗

Källa: Bloomberg, Alfred Berg

Vi har en ljum inställning till europeiska aktier och gör ingen förändring i vår syn denna gång. Om möjligt gillar vi franska aktier bättre än spanska.

Tillväxtmarknadsbörser



Källa: Bloomberg, Alfred Berg

Bland tillväxtmarknadsaktier sticker ryska fortfarande ut som mest intressanta. Svagast har östeuropeiska och asiatiska aktier gått. Även om trenderna inte brutits för tillväxtmarknader så har de mogna marknaderna tagit mer stryk på sistone och därigenom har

tillväxtmarknadsaktier klarat sig relativt sett lite bättre.

Tillväxtmarknadsallokeringsyn

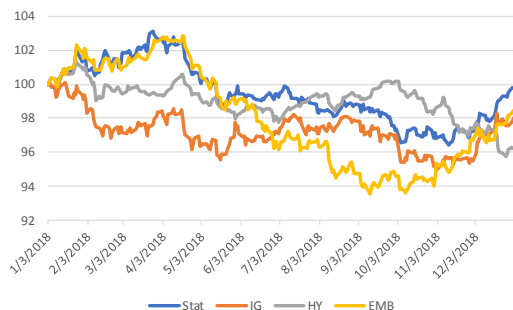
Tillväxtmarknader	--	-	0	+	++	Förändring	1 År	1M	SD Rörelse	Trend 1Y	Trend 5Y
- Latinamerika							3.8	0.8	6.1	↗	↗
- Asien							-1.8	-6.9	-0.5	↘	↘
- Östeuropa ex Ryssland							0.1	-1.9	0.5	↗	↗
- Ryssland							2.2	-3.2	3.9	↗	↗

Källa: Bloomberg, Alfred Berg

Även om vi fortfarande är underviktade tillväxtmarknadsaktier så har vår nednycklade allokering fördelning varit gynnsam då både ryska och latinamerikanska aktier utvecklats bättre än östeuropeiska och asiatiska aktier.

Inom den globala ränteallokeringen gjorde vi en mindre omviktning och ökade upp statsobligationer gentemot high yield, trots att den senare ger god kompensation för risken genom en högre löpande ränta. Emellertid var vi oroliga för just det scenario som utspelades sig under oktober där det kunde bli flykt till säkerhet om stödnivåerna bröts. Och mycket riktigt så blev också fallet. Vi kvarhåller nuvarande försiktiga allokering inom den globala räntebenet.

Globala räntor, -1 år



Källa: Bloomberg, Alfred Berg. I lokal valuta.

Allokeringssyn globala räntor

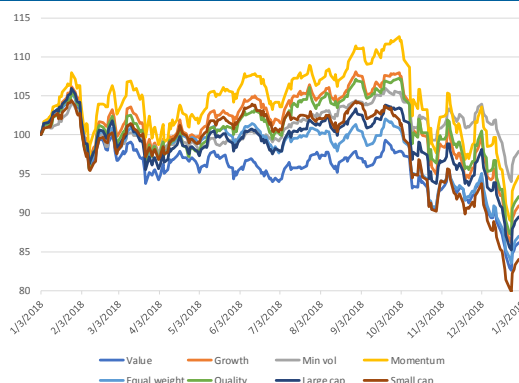
Globala räntor	--	-	0	+	++	Förändring	1 År	1M	SD Rörelse	Trend 1Y	Trend 5Y
Statsobligationer							0.1	2.5	0.5	→	↗
Investment grade							0.4	2.3	0.6	→	↗
-US IG							0.2	1.4	0.5	↗	↗
-EU IG							-0.9	0.3	-0.5	→	↗
High Yield							-0.1	-1.6	0.4	↘	↗
-US HY							0.1	-2.6	0.8	↘	↗
-EU HY							-1.2	-0.8	-0.8	→	↗
E. M. Obligationer							0.3	1.5	0.9	↗	↗
-EM Lokal valuta							0.7	0.3	1.0	→	↗
-EM Härdev valuta							0.1	1.5	0.2	↘	↗

Källa: Bloomberg, Alfred Berg

Inom stilallokeringen så har minimum volatilitetsstrategierna utvecklats minst svagt, medan småbolag utvecklats klart sämst, som

sig brukligt under marknadsturbulens. Momentum fortsätter att utvecklas relativt stabilt, vilket har sin förklaring i att de ingående aktierna successivt byts ut, vilket innebär att de svaga aktierna byts ut mot starkare. Vi väljer att inte göra någon förändring i den nuvarande stilallokeringen.

Globala faktorer



Källa: Bloomberg, Alfred Berg

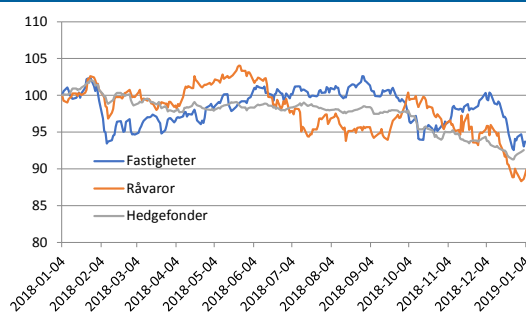
Stilallokering

Aktiestilar	--	-	0	+	++	Förändring	1 År	1M	SD Rörelse	Trend 1Y	Trend 5Y
GLOBAL GROWTH							-0.2	-9.1	1.7	↘	→
-US Growth							0.0	-10.2	1.7	→	↗
-EU Growth							-1.2	-6.7	0.0	→	↗
-Nordic Growth I S							-0.6	-4.9	0.9	→	↗
GLOBAL VALUE							-0.1	-8.9	1.6	→	↗
-US Value							0.2	-9.7	1.8	→	↗
-EU Value							-1.2	-6.9	-0.4	→	↗
-Nordic Value I S							-0.7	-6.1	0.6	→	↗
GLOBAL MOMENTUM							-0.4	-9.0	1.6	↗	↗
-US momentum							-0.5	-9.3	1.6	↗	↗
-EU Momentum							-1.0	-5.6	0.1	→	↗
-Nordic Equity Momentum							-2.1	-4.3	-2.7	↗	↗
GLOBAL LARGE CAP							-0.1	-8.9	1.7	→	↗
-US Large cap							0.1	-10.2	6.7	↗	↗
-EU Large Caps							-1.2	-6.6	-0.2	↗	↗
-Nordic Large Cap							-0.6	-5.0	-0.3	↗	↗
GLOBAL SMALL CAP							0.0	-10.4	2.1	→	↗
-US Small Cap							0.5	-12.5	7.0	↗	↗
-EU Small Cap							-0.6	-6.9	0.9	↗	↗
-Nordic Small cap							0.0	-5.9	1.7	↗	↗
GLOBAL QUALITY							-1.4	-8.8	-0.4	↗	↗
-US Quality							-0.1	-10.0	6.7	↗	↗
-EU Quality							-1.1	-5.6	0.1	→	↗
-Nordic Quality							0.0	-4.7	1.2	→	↗

Källa: Alfred Berg. Avkastningssiffror i lokal valuta.

Inom alternativa tillgångar har vi fått se ett lyft för fastigheter senaste månaden och då främst amerikanska fastigheter. Detta trots att bostadsmarknaden kyls av allt snabbare. Å andra sidan beror uppgången mer på att kommersiella fastigheter är gynnade, givet att den amerikanska inhemska konjunkturen är fortsatt god. Mest volatilt har det varit inom råvaror som nu delar jumboplatsen med hedgefonder, som åter haft ett tufft år, dock med skillnader beroende på förvaltningsinriktning.

Alternativa investeringar



Källa: Bloomberg, Alfred Berg

Vi har en neutral syn till alternativa tillgångar och inom kategorin gillar vi fastigheter, främst svenska, bättre än råvaror som underviktas. Vi har en neutral syn på hedgefonder.

Alternativa tillgångar

Alternativa investeringar	--	0	+	++	Förändring	1 År	1M	SD	Rörelse	Trend 1Y	Trend 5Y
Global REITS						-1.0	-5.8	-0.4	↗	↗	↗
EU REITS						-1.0	-3.5	-1.6	↗	↗	↗
US REITS						-1.8	-9.6	-1.6	↘	↘	↘
Nordic REITS						-1.9	1.1	-0.7	↗	↗	↗
Commodities						1.6	-6.4	0.2	↗	↗	↘
Precious metals						1.3	4.8	1.6	↗	↗	↘
Industrial metals						0.0	-5.3	-1.0	↗	↗	↘
Energy						3.0	-17.4	-1.6	↗	↘	↘
Global Hedge fund						0.3	-1.7	0.6	↗	↗	↗
Macro/CTA						0.5	1.3	0.5	↘	↗	↗
Event Driven						0.3	-0.9	1.2	↘	↗	↗
Relative Value Arbitrage						0.0	-2.0	-0.1	↗	↗	↗

Källa: Bloomberg, Alfred Berg

NORDEN – Skapligt trots nedväxling

Tillväxten i Norden fortsätter att vara förvånandevis stabil. Tillväxten har visserligen dämpats något generellt sett men då en stor del av anledningen till de större avikelserna, den svaga danska tillväxten under andra kvartalet och svenska under tredje kvartalet, beror på temporära faktorer förväntas ekonomierna återhämta sig efterföljande kvartal. I Danmark skedde återhämtningen under tredje kvartalet då tillväxten i årstakt var nästan 3 procent och i Sverige förväntas det ha skett under årets sista kvartal.

Mått i årstakt är därför tillväxten på stabila 2,5 procent i samtliga av de nordiska ekonomierna. Den globala nedväxlingen i global efterfrågan förväntas vara permanent, vilket väntas dämpa de exportorienterade nordiska ekonomierna. Vi räknar därför med att tillväxten generellt sett växlar ned till omkring 2 procent nästa år för Norden som helhet.

Den svenska tillväxten var oväntat svag och

krympte under tredje kvartalet. Till stor del beror den svaga utvecklingen troligen på tillfälliga faktorer såsom sänkta fordonsförsäljningar orsakade av skatteförändringar, svag konsumtion och lagerneddragningar. På den positiva sidan är att investeringarna växte starkt. Vi förväntar oss en rekyl under fjärde kvartalet då de negativa faktorerna kvartalet innan försvunnit.

Ledande indikatorer såsom sentimentsundersökningar visar på en robust tillväxt. Utsikterna för 2019 är också goda. Den nya M-KD budgeten var betydligt mer expansiv än regeringens övergångsbudget, kronan är svag och räntorna förväntas endast höjas i krypfart. De stora orosmolnen är två och förväntas dämpa tillväxten under 2019.

Orosmolnen är främst svagare global tillväxt och kapacitetsrestriktioner som begränsar produktionen och leder till att inflation stannar strax över 2 procent. Tidigare har vi räknat med att kronan kommer att stärkas när Riksbanken höjer styrräntan, vilket dämpar ekonomin. Vi är i dagsläget mindre oroade över den utvecklingen då svagare omvärldstillväxt sannolikt dämpar tillväxt och inflation i ekonomin, vilket i sin tur gör att Riksbanken kommer att höja styrräntan extremt långsamt framöver. Den politiska osäkerheten är visserligen mycket hög för ovanlighetens skull i Sverige men vi tror inte det ger något större avtryck på aktiviteten i ekonomin. Vi liksom de flesta förväntar sig att Centern väljer sida, dvs att antingen stödja en Socialdemokratisk regering eller lägga ned rösterna och släppa fram en M-KD regering. Oavsett vilket utfallet blir kommer de realekonomiska effekterna inte att vara stora för i år.

Den norska ekonomin upplevde också ett svagt tredje kvartal men nedväxlingen inskränkte sig till september månad. Redan under oktober började ekonomin få momentum igen. Högre offentlig konsumtion i kombination med högre oljeproduktion bidrog till den snabba återhämtningen. Den kraftiga nedgången under hösten, från närmare \$90/fatet till \$50/fatet oroar visserligen även om den inte ännu fått någon större effekt på ekonomin, men effekten kommer om oljepriserna förblir på dagens nivåer.

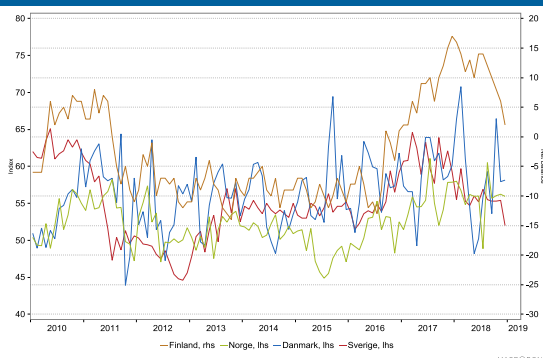
OPEC och Ryssland har nyligen kommit överens om ytterligare produktionsnedsänkningar, vilket vi tror kommer att leda till att oljepriset åter börjar leta sig uppåt igen och lindra de negativa effekterna. Norge har den starkaste ekonomin av de nordiska länderna, Norges centralbank höjde styrräntan efter sommaren till 0,75 procent, vilket gör att det finns möjlighet för ekonomiska politiken att vara stimulerande och stabiliserande om omvärldskonjunkturen skulle fortsätta försvagas. Vi bedömer därför utsikterna för 2019 för norsk ekonomi som goda.

Den danska ekonomin återhämtade sig under tredje kvartalet efter den oförklarligt svaga utvecklingen under andra kvartalet, vilket bekräftar att nedväxlingen var orsakat av temporära faktorer. Preliminär data indikerar att ekonomin fortsätter att växa i stabil men måttlig takt. Visserligen mattades PMI i november, främst på grund av långsammare tillväxt i nya order och produktion, men förblev fortfarande i expansivt territorium, och samtidigt ökade industriproduktionen i oktober.

Att konsumenternas förtroende sjunker i november, för femte månaden i rad, samtidigt som företagens är relativt pessimistiska är oroande. Relativt goda reallöneökningar borde dock hålla upp hushållens konsumtion framöver samtidigt som exporten återhämtar sig. Den sammantagna bilden över dansk ekonomi är balanserad. Vi förväntar oss ingen hög tillväxttakt. Kapacitetsutnyttjandet är alltför högt för att tillåta någon större expansion utan att leda till högre inflation. De kortsiktiga indikatorerna är också svaga, vilket gör att nedåtriskerna inte är obetydliga. De stabila ekonomiska fundamenta i form av god löneökningstakt, hög nettoförmögenhet och högt sparande talar för att ekonomin ändå borde kunna växa i måttlig takt framöver.

Indikatorerna ger heller ingen anledning till att tro på att tillväxten växer snabbt den närmaste tiden. Visserligen var arbetslösheten under oktober på rekordlåg nivå och löneökningen var robusta, emedan hushållen är på gott humör. Detta motverkades dock av sjunkande fordonsförsäljning - efter införandet av nya utsläppstester i september - och sjunkande optimism bland industrin.

Optimismen dämpas i Norden i likhet med globalt

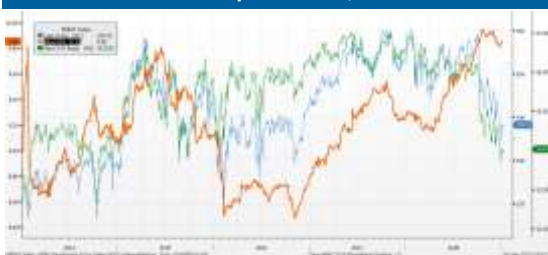


Källa: Macrobond, Alfred Berg

Finland är en av de nordiska ekonomierna som har bäst förutsättningar. Gott om lediga resurser, en aktiv reformpolitik som ökat industrins konkurrenskraft, gjort arbetsmarknaden bättre fungerande och stärkt statsfinanserna ger en god grund för en period med god tillväxt. Trots det har den senaste tidens data varit en besvikelse. Visserligen steg tillväxten med nästan 2 procent under tredje kvartalet men svag privat konsumtion och investeringar oroar. Tillväxten drevs till en betydande del av ökade lager, vilket endast är temporärt.

Exporten sjönk också, sannolikt kopplade till den bredare ekonomiska avmattningen inom euroområdet. Det är därför inte osannolikt att tillväxten i finsk ekonomi kommer att vara svag de närmaste kvartalen. På lite längre sikt tror vi dock att Finland kommer att utvecklas positivt och bättre än flera av de nordiska ekonomierna.

Framåtblickande 12m p/e Norden, -5 år



Källa: Alfred Berg, Bloomberg

Värdering: Nordiska aktier handlas nu till p/e 14, vilket är under 5-årsnittet på 15,5. I december vände estimatkurvan upp igen, men då bör man komma ihåg att det nordiska indexet är relativt smalt och de största

börsbolagen som Novo Nordisk, HM, Nordea och Ericsson väger tungt och får stort genomslag på estimatförändringar. Om trenden skulle hålla i sig, vilket vi håller för osannolikt, ser värderingsförutsättningarna mycket attraktiva ut för nordiska aktier.

Nordisk räntemarknad

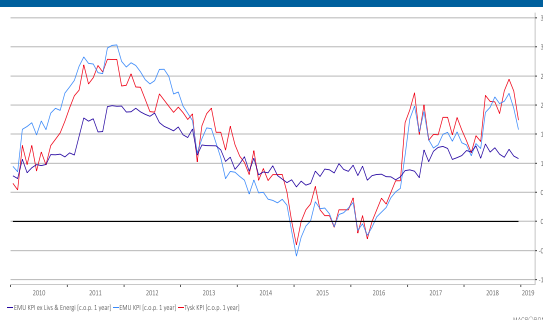
Globala obligationsräntor har fallit kraftigt sedan början av november. Nedgången har varit kraftig över hela avkastningskurvan. I USA har den uppgång som varade större delen av fjolåret nästan helt raderats ut. I Europa har ränterörelserna varit mindre men även där har den senaste tidens räntenedgång varit betydande. Avkastningskurvan har flackat rejält i både USA och Europa. I USA är den i stort sett flack medan den Europeiska fortfarande är lite positiv. Avkastningskurvans lutning brukar användas som en indikator för framtida tillväxt. Är den negativ signalerar det att investerare förväntar sig recession framöver, vilket oroar eftersom den amerikanska håller på att bli inverterad. Den kraftiga globala räntenedgången ger ihop med oron för ett globalt handelskrig och oron att amerikansk ekonomin är på väg in i en lågkonjunktur.

Svagare sentimentsdata och politisk oreda har gjort att avkastningskurvan till och med är negativ för obligationer med kortare löptid vilket innebär att ränteinvestorer misstror den amerikanska centralbankens kommunikation att de kommer att fortsätta att höja styrräntan om än i långsammare takt. Den här utvecklingen har överraskat många, dels därför att de flesta amerikanska makroindikatorer visar på en fortsatt stark om än lugnare tillväxt framöver. Vi ser flackning av den amerikanska avkastningskurvan som överdriven och tror därför att räntan för obligationer med längre löptid kommer att stiga med brantare avkastningskurva som följd. Bakgrunden till vår bedömning är att vi tycker tror det är för tidigt att förvänta sig en lågkonjunktur de närmaste kvartalen givet den allmänna makroläget.

Kommunikationen från Fed har också varit tydlig att fler höjningar kommer även om räntebesluten påverkas av utfallsdata. Den amerikanska realräntemarknaden indikerar att det är främst i inflationsförväntarna som sjunkit och inte förväntad realräntenivån med andra ord

förväntar sig räntemarknaden att Fed fortfarande vill ha en stramare penningpolitik men eftersom inflationen förväntas falla behövs färre räntehöjningar för att uppnå det.

Är inflationstoppen nådd?

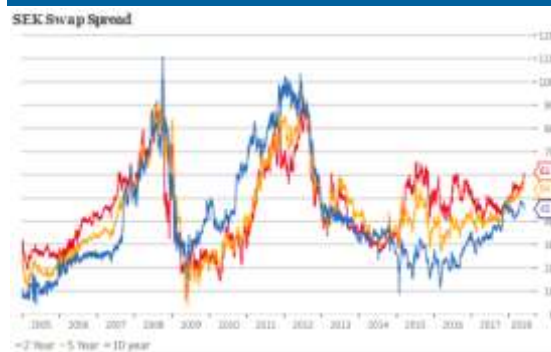


Källa: Alfred Berg, Macrobond

Nordeuropa är längre fram i konjunkturcykeln än de sydeuropeiska länderna, samtidigt förväntar vi oss att den penningpolitisk åtstramningen först kommer på allvar om ett eller två år givet att konjunktoren inte vikit då. Det gäller för alla länder förutom Norge där räntenivåerna är ett snäpp över de övriga nordiska länderna. Den svenska femåriga realräntan är -1.5 procent, vilket är extremt expansivt. Trots att Riksbanken både höjt styrräntan och avisat fler höjningar om än i långsam takt har inte den förväntade realräntan stigit.

Räntemarknaden förväntar sig att Riksbanken endast höjer för att hindra penningpolitiken att bli än mer expansiv när inflationen stiger. De nordiska inflationsförväntningarna har inte påverkats nämnvärt av höstens finansiella turbulens.

SEK Swap spread, -13y



Källa: Alfred Berg, Macrobond

Bostadsobligationer och krediter

Den stigande riskaversionen på finansmarknaderna generellt sett har pressat isär räntekompensationen på kreditobligationer. Skillnaden i räntekompensationen kreditobligationer emellan varierar dock betydligt.

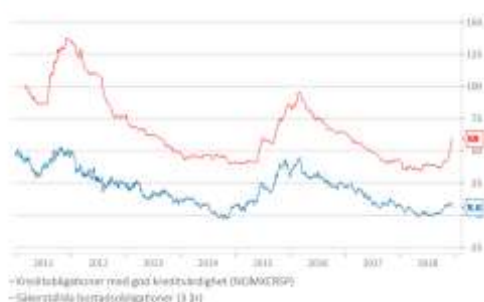
Räntekompensationen för de kreditobligationer med låg risk - såsom säkerställda bostadsobligationer - har inte stigit nämnvärt. Investerare vill dock ha betydligt mer i kompensation för att investera i kreditobligationer med högre risk. Kreditmarginalen för företagskrediter speciellt de med längre löptid har stigit betydligt.

Det betyder att den räntenedgång som skett för statsobligationer har i varierande omfattning spritt sig till kreditobligationer. Till exempel så har en svensk 5-årig statsobligationsränta sjunkit med 25 baspunkter sedan toppen i oktober, vilken också en säkerställd svensk bostadsobligation med motsvarande löptid gjort. För krediter med sämre kreditvärdighet har räntenedgången stannat vid 15-20 baspunkter. Räntemarginalen har stigit mest för kreditobligationer med längre löptid, vilket är naturligt eftersom de obligationerna har en högre risk.

Den stigande räntemarginalen är inte enbart en konsekvens av de senaste månadernas ökade riskaversion på finansmarknaderna. Även det faktum att den europeiska centralbanken avslutat sina köp av företagsobligationer har bidragit till att kreditmarginalen för dessa (europeiska) stigit vilket smittat av sig på nordiska länderna utanför EMU (Sverige och Norge) företagsobligationer.

Tuffare för kreditobligationer med låg kreditvärdighet

Covered Bond Spread and SER HG Spread



Källa: Alfred Berg, Macrobond

I Europa utanför Norden har räntemarginalen för kreditobligationer generellt sett stigit mer än för motsvarande obligationer i Norden. Delvis kan det reflektera att kreditkvaliteten generellt sett är sämre i Europa, dels kan det reflektera att den politiska risken är större i Europa, tydligast märktes det i samband med den italienska budgetkrisen i höstas och dels kan det bero på att likviditeten är större för en del kreditobligationer i Europa än i Norden.

EUROPA – fokus på ECB och Brexit

Nedgången i tillväxt, som började redan under 1 kvartalet i år fortsatte och föll rejält under tredje kvartalet. Tillväxten var endast 0,6 procent i årstakt under tredje kvartalet, nedgången i tillväxt var bred, med både svagare inhemsk och extern efterfrågan. EMU är den av de större blocken som är mest handelsinriktad varför den svagare globala efterfrågan syns mest hos ekonomin i EMU. Både nettoexport och investeringar gav mindre bidrag under kvartalet. Under tredje kvartalet dämpades också den tidigare så robusta privata konsumtionen. En förklaring till detta är den stigande inflation, vilket gröpte ur hushållens inkomster.

Dessutom bidrog ett antal temporära faktorer till avmattningen t.ex. så orsakade de nya utsläppstesterna inom bilindustrin en kraftig nedgång i bilproduktionen, vilket bidrog till att tillväxten i tysk ekonomin var negativ för första gången på över tre år.

Preliminär data och indikatorer visa att tillväxten fortfarande är svag. Optimismen inom industrin fortsätter att sjunka samtidigt som det sammansatta PMI:et för EMU-länderna sjönk till fyraårslägsta i december. Vi räknar med en viss förbättring i år men att tillväxten ändå blir lägre än i fjol och landar kring måttliga 1,5 procent. Vi tror att ECB kommer att fortsätta att höja styrräntan men att det sker mycket långsamt och räknar inte med att det får några varaktiga effekter på varken ekonomin eller finansmarknaderna. Även om styrräntan sannolikt är lite högre när det är dags för nästa lågkonjunktur om ett par år så är risken stor att den inte är tillräckligt hög för att penningpolitiken ska kunna spela någon större stabiliseringspolitisk roll när konjunkturen väl mattas.

På den politiska arenan fortsätter det att hända mycket. I Tyskland valde CDU en av Angela Merkels gunstlingar till partiledare medan Angela Merkel förblir förbundskansler. Detta minskar risken för att Merkel skall bli avsatt i närtid. Hon kommer att avgå när mandatperioden är över.

I Italien har regeringen kommit överens med EU-kommissionen om att banta budgetunderskottet något och sänka sin tidigare mycket optimistiska tillväxtprognos. Den nya budgeten har nu ett underskott på 2,04 procent av BNP (tidigare 2,4 procent). Den nya koalitionsregeringen hade blivit låst i uppgörelsen och de mer försonliga tongångarna mellan EU och Italien de senaste veckorna ledde dock till en rally i obligationsräntor.

Den tvååriga obligationsräntan sjönk till de lägsta nivåerna sedan den nya regeringen tog över i december.

I Frankrike har protesterna varit kraftigt och omfattande. De stora och våldsamma "gula väst"-protesterna var över höjd bensinskatt och ledde till att vägar spärrades av och har sannolikt lett till viss minskning av den ekonomiska aktiviteten. Protesterna ledde till att president Emmanuel Macron lade flera reforminitiativ på is och meddelade en höjning i minimilönen nästa år, vilket är något finansmarknaderna ogillar. Sammantaget kommer lär effekterna av protesterna få negativa tillväxteffekter även nästa år men det kompenseras av nästa års stimulansåtgärder.

Värderingen inget större problem i Europa



Källa: Bloomberg

Värdering: Europeiska aktier värderas på p/e 12 mot 5-årssnittet på 14,4, vilket innebär att förväntningarna måste anses ta höjd för en del

elände. Vinstestimaten som fallit tillbaka senaste månaderna ger en liten respit, vilket vi kommer följa noga i kommande rapportperiod.

USA- Överhettat eller inte

President Donald Trumps utspel har fått oväntat stor marknadseffekt i och med att aktiemarknaderna fallit kraftigt. S&P 500 har sjunkit med 20 procent, vilket bara skett två gånger de senaste 15 åren. Det var under Lehman- och Eurokrisen. Att likställa dagens situation med dessa två omvälvande kriser är svårt. Visserligen har ett handelskrig potential att slå hårt på den globala tillväxten men sannolikheten att dagens handelsdiskussioner ska leda till ett fullskaligt handelskrig bedömer vi som mycket små.

Än viktigare för amerikansk tillväxt är hur mycket lediga resurser som finns i ekonomin. Mycket talar för att amerikansk ekonomi är i slutfasen av högkonjunkturen varför fokus är på när nästa fas (lågkonjunktur) inträffar. Det är därför naturligt att prognosmakare och investerare blir extra orolig - när svagare tillväxtdata kommer in - att lågkonjunkturen är nära inpå. Vi anser dock att det är ett eller två år för tidigt att redan nu förvänta sig att en kraftigare lågkonjunktur är något kvartal bort. Det är av anledningen att 1) pris och löneinflation fortfarande är låg 2) räntorna är fortfarande låga (även om de är högre än för ett år sedan), realräntorna har knappt letat sig över till den positiva sidan. 3) den ekonomiska aktiviteten (ekonomisk tillväxt, sysselsättningstillväxt) växer fortfarande betydligt snabbare än vad som är långsiktigt hållbart. Även om tillväxten skulle halveras, vilket inte är omöjligt, är den i ett historiskt perspektiv fortfarande god och betydligt högre än vad som brukar förknippas med en lågkonjunktur.

Än så länge kommer huvudsakligen den globala inbromsningen från svagare tillväxt i Europa och tillväxtmarknaderna. Tillväxten i amerikansk ekonomi har varit hög under hela fjolåret, under tredje kvartalet, när tillväxten i många andra ekonomier saktade in, växte amerikansk ekonomi med 3,3 procent i årstakt, vilket är betydligt högre än vad som är långsiktigt hållbart, påeldat av skattesänkningarna.

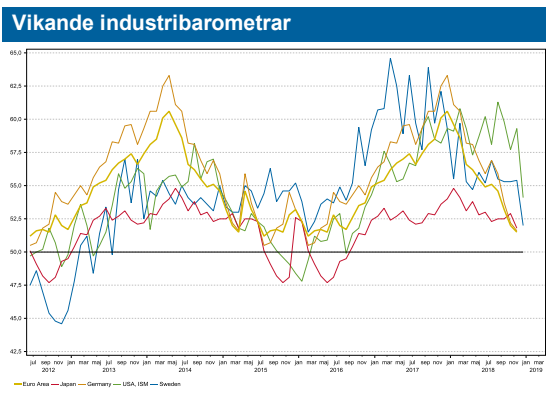
G20-mötet i början av december och

överenskommelsen mellan Donald Trump och Kinas Xi Jinping att inga nya tariffer kommer att utfärdas under en tremånadersperiod lugnade inte marknaden utan togs emot med skepsis. Strax därefter efter arresterades Huaweis finanschef tillika dotter till grundaren i Kanada på USAs begäran, vilket utlöste kraftiga börsfall och finansiell oro. Förhandlingar mellan USA och Kina pågår kontinuerligt och sker ingen överenskommelse innan den 2:a mars (då 90 dagarsperioden tar slut) höjer USA de befintliga tullarna från 10 till 25 procent, vilket riskerar att skapa ny finansiell turbulens. Vi förväntar oss att någon typ av överenskommelse nås men det är oklart om det sker för den 2:a mars. Därmed är det osäkert hur länge den finansiella turbulensen fortsätter.

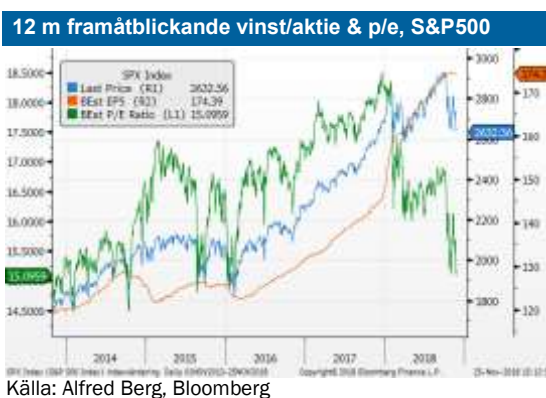
Den amerikanska centralbanken höjde åter styrräntan i december, vilket den tydligt kommunicerat, men i det nervösa läge som då förelåg spädde det på den finansiella turbulensen. I och med att styrräntan nu är så pass hög - 2,5 procent - och inflationen är relativt stabil har centralbanken utrymme att vara mer pragmatisk. Vi tror att den kommer att vilja fortsätta att höja styrräntan för att dämpa den kraftiga tillväxten och skapa mer ammunition inför den stundande lågkonjunkturen.

Samtidigt gör de tidigare höjningarna att Fed har möjlighet att periodvis sakta ned på höjningstempot om t.ex. tillväxten dämpas eller det uppstår finansiell turbulens. Vi tror Fed kommer att utnyttja denna möjlighet och periodvis pausa med styrräntehöjningarna för att därefter - när situationen klarnat och normaliserats - fortsätta att lyfta styrräntan. I och med att vi bedömer att det är ett par år kvar till nästa långkonjunktur tror vi också att centralbanken hinner höja styrräntan några gånger till, om än i långsammare takt än tidigare.

Det betyder att styrräntan toppar någonstans mellan 3-4 procent, betydligt längre nivåer än vid tidigare konjunkturtoppar.



Källa: Macrobond



Källa: Alfred Berg, Bloomberg

Värdering: Den amerikanska börsen har kommit ned på historiskt attraktiva värderingsnivåer med ett p/e kring 14, att jämföra med det historiska snittet på 16,5. Dessvärre ser vinstestimaten ut att rulla över, vilket delvis har med Apples kollaps att göra. Fortsätter vinstestimaten att justeras nedåt finns förstärkt risk för ytterligare multipelkontraktion (lägre p/e-tal), men dagens värdering prisar in ett ganska dystert scenario.

JAPAN – På väg mot tillväxt igen

Japans ekonomi gick - liksom många andra länder - också in i en svacka under tredje kvartalet och krympte med hela 2,5 procent i årstakt. Den svaga utvecklingen delar Japan med stora delen av omvärlden men i Japans fall förstärktes nedgången av ofördelaktiga väderförhållanden såsom starka tyfoner och en kraftig jordbävning. Preliminär data indikerar att ekonomin väntas återgå till positiv tillväxt under fjärde kvartalet då effekterna från naturkatastroferna reverseras. PMI var i genomsnitt något högre under fjärde kvartalet

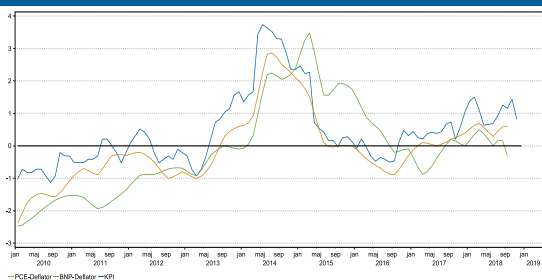
än under tredje kvartalet, vilket indikerar en återhämtning. Dessutom visar den stora Tankanundersökningen att stora företag planerar att märkbart öka kapitalutgifterna.

I december avslöjade regeringen en skattereform för lindra de negativa följderna av den planerade momshöjningen i oktober i år. Den svaga tillväxten och låga inflationen gör att penningpolitiken förblir ultrastimulativ.

Arbetsmarknaden är redan stram och kommer att bli än mer stram i och med byggnadsarbetena i samband med Olympiska spelen i Tokyo i 2020 startar. De största hoten är som vanligt effekterna av den kommande momshöjningen, risken för ett accelererande handelskrig och svagare tillväxt i närliggande länder såsom Kina.

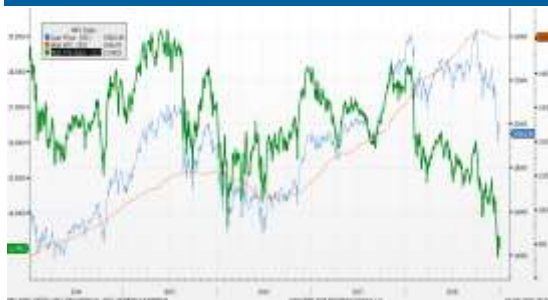
Inflationen som under sommaren letat sig upp över 1 procent har den senaste tiden dämpats. Det är oroväckande och oturligt eftersom Japan har kämpat i årtionden med olika metoder för att försöka etablera inflationen på omkring 2 procent. Den senaste tidens inflationsuppgång såg lovande ut men den senaste tidens finansmarknads- och konjunkturoro kan mycket väl vända inflationstrenden nedåt. I så fall krävs det ytterligare åtgärder för att lyfta inflationsförväntningarna än en gång.

Inflationen i dallring



Källa: Macrobond

Vinst/aktie & p/e för Nikkei 225, -5 år



Källa: Bloomberg, Alfred Berg

Värdering: Japanska aktier handlas nu på p/e 12,9, ned från 14,4 månaden innan och väl under 5-årsnittet på 15,8. Det som nu är intressant att bevaka är om vinstestimaten återhämtar sig mer än den lilla antydning vi nu kan se i prognosbilden. Det kan vara fråga om en årsskifteseffekt, så rapporterna blir vägledande.

TILLVÄXTMARKNADER – På bättringsväg

Utvecklingen för tillväxtmarknaderna har varierat den senaste tiden. Politiskt maktskifte i **Brasilien** har skapat stora förväntningar på ekonomiska reformer, sjunkande oljepris har tvingat **Ryssland** att göra upp med OPEC om produktionsnedsskärningar, svagare kinesisk tillväxtdata i kombination med amerikanska handelsrestriktioner pressar kinesisk ekonomi.

Tillväxten i **Asien** har varit stark under första delen av året för att under sommaren och hösten dämpats i takt med att europeisk efterfrågan dämpats, handelskriget med USA tilltagit och stigande amerikanska räntor skapat oro för ekonomier med svaga externa balanser. Trots den negativa utvecklingen och stora rubriker om konjunkturoro har tillväxtmattningen i Asien varit måttlig. I **Kinas** fall rör det sig om att tillväxten mattas från omkring 6,8 procent under första delen av året till att växa med 6,5 procent under andra halvan av året. För de asiatiska länderna aggregerat är nedväxlingen i tillväxt än mindre.

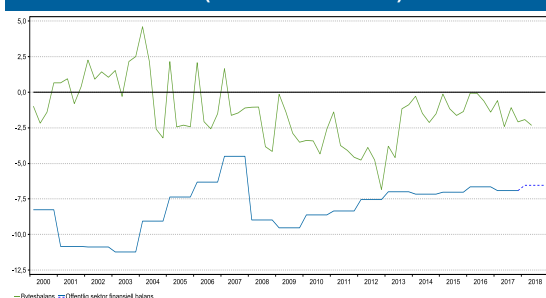
Kinesisk ekonomi fortsätter att växa i god om än långsammare takt. Dämpningen i privat konsumtion beror delvis på stramare kreditgivning och ökad inkomstskatt. Industriproduktionen och investeringar har ökat, vilket kan vara en indikation på att regeringens

stimulanser börjat verka. I början av året sjönk industribarometern på försämrade framtidsutsikter, vilket ökat oron för att den måttlig nedväxling vi observerar kan förstärkas.

Kina är ett av de länder som har gott om utrymme att stimulera ekonomin både via finans- och penningpolitiken. Hittills har Kina varit försiktig, speciellt med penningpolitiken för att inte elda på redan höga tillgångspriser och hög skuldsättning. Vi tror dock att de väljer att öka stimulanserna något via diskreta åtgärder såsom att låta valutan försvagas samt lätta på kreditgivningen främst till företagssektorn. Vi bedömer att dessa åtgärder kommer att räcka för att stabilisera tillväxten på omkring 6,5 procent i år.

I **Indien** berodde avmattningen på en svagare ökning av den privata konsumtionen. En misslyckad skörd och låga råvarupriser har dämpat konsumtionen. På den positiva sidan fortsätter offentlig konsumtion att öka, investeringar och export har också utvecklats positivt. Utsikterna framöver är ovanligt svåra att bedöma. Sentimentsindikatorerna spretar en del, inom industrin är optimismen och förväntningarna höga medan hushållen är mer återhållsamma. Dessutom är valår i år samtidigt som den handelspolitiska situationen är osäker med risk för accelererande handelskrig, vilket gör det svårt att förutspå utvecklingen den närmaste tiden.

Dubbla underskott (som andel av BNP)



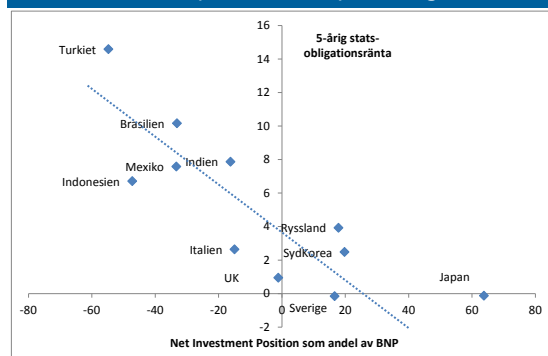
Källa: Macrobond

Förväntningarna på den **brasilianska** ekonomin är stor. Den nyvalde presidenten Jair Bolsonaro har lovat stora och omfattande ekonomiska reformer, vilket tilltar investerare och märktes i och med att aktiebörserna steg kraftigt. Bovespabörsen har stigit med omkring 20

procent sedan Bolsonaro vann presidentvalet i slutet av oktober. Den brasilianska ekonomin, som haft en tuff start på fjolåret, men återhämtade sig under hösten. Stigande investeringar och förbättrad arbetsmarknad driver på tillväxten. Även om Bolsonaro reformprogram skulle visa sig motsvara de högt ställda förväntningarna så kommer det inte bli lätt att få det fragmenterade parlamentet att godkänna programmet. Bolsonaro har sannolikt inte heller speciellt starkt stöd i parlamentet då han är lite av en outsider.

Argentina kämpar i motsats till Brasilien i motvind. Det IMF-program som de tvingats genomföra för att få stöd är impopulärt, hushållens och företagen är pessimistiska om framtiden, tillväxten är svag på grund av den strama ekonomiska politiken och den stigande inflationen som följde av pesoskollapsen. I november var inflationen nästa 50 procent. Statsfinanserna och handelsbalansen har förbättrats som en konsekvens av de genomförda åtgärderna men sannolikt väntar en lång tid av stålbad och ytterligare strukturreformer innan den argentinska ekonomin kan börja växa på allvar.

Net extern balans (andel av BNP), vs obligationsränta



Källa: Macrobond

Östeuropa hämmas av lågt oljepris och inbromsningen av tillväxten i EMU. Tillväxten vände kraftigt ned speciellt gäller det, Turkiet där krisen förvärrats. Ekonomierna har drabbats negativt av den finansiella turbulensen, vilken dämpade optimismen, lyft inflation och hämmade den privata konsumtionen. I de central och nordösteuropeiska ekonomierna har utvecklingen varit bättre. Den mer välfungerande dynamiken i ekonomin gör att

investeringar och offentlig konsumtion kan motverka de negativa krafterna som kommer från en svagare efterfrågan från EMU, internationell turbulens och tilltagande kris i Turkiet.

För regionens andra stormakt, **Ryssland**, är det också tungt. Ryssland pressas av lägre oljepris och sanktioner från väst. Det har tvingat Ryssland att genomföra reformer för att säkra att statsfinanserna klarar den svagare tillväxten bl.a. har pensionsåldern höjts något som varit djupt impopulärt i Ryssland. Reformerna har dock gett effekt och lett till att de ryska offentliga finanserna visade ett överskott i fjol, för första gången sedan 2011.

Ekonomin som försvagades under hösten förbättrades mot slutet av året. Utsikterna för rysk ekonomi är hyggliga, de tillsammans med OPEC, genomförda produktionsbegränsningarna på olja förväntas lyfta oljepriset något vilket är positivt både för ryska statsfinanser och oljelaterade delar av näringslivet.

Framåtblickande v/a & p/e, tillväxtmarknader, -5 år



Källa: Bloomberg

Värdering: Värderingen på tillväxtmarknadsaktier befinner sig på relativt låga p/e 10,4. Senaste månaden har kurser och estimatförändringar gått hand i hand, vilket gjort att värderingen inte förändrats. Snittet över 5 år är 11,5, vilket säger att marknaden prisar in ett dystert scenario. Vinstestimaten har dessvärre inte stannat upp i sin nedåttrend än, vilket gör det vanskligt att handla dessa marknader på relativa anledningar.

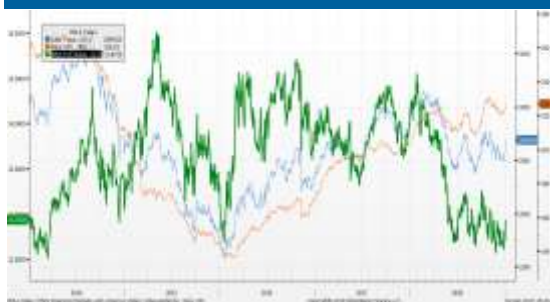
P/e & v/a kommande 12m, Östeuropa, - 5 år



Källa: Bloomberg

Värdering i Östeuropa: Värderingen av östeuropeiska aktier befinner sig, tack vare lågt värderade ryska aktier på p/e 6,4 vilket är något under 5-årsnittet på 6,9. Estimattrenden är kortsiktigt ned, men samtidigt fortfarande i en stigande trend med början 2016. Utifrån denna syn ser östeuropeiska aktier intressanta ut, särskilt om den underliggande trenden består.

P/e & v/a kommande 12m, Latinamerika, - 5 år



Källa: Bloomberg

Värdering i Latinamerika: Latinamerikanska aktier har klarat sig bättre än många andra och stöds dessutom av stigande vinstestimater. Estimattrenden har inte riktigt möts av stigande kurser, varför värderingen fortfarande befinner sig på beskedliga 11,8, väl under 5-årsnittet på 13,9. Utifrån vinstestimattrend och värdering framstår latinamerikanska aktier som bland de mest intressanta.

P/e & v/a kommande 12m, Asien, - 5 år



Källa: Bloomberg

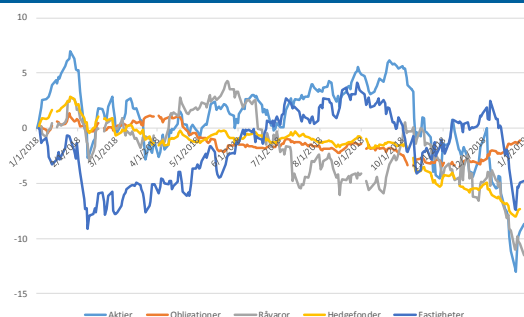
Värdering i Asien: Asiatiska aktier har handlats ned på oro för fallande vinster, sannolikt i spåren av tullkriget med USA. Detta har även lett till att vinstestimaterna antagit en negativ utveckling och de visar ännu inte tecken på att reverseras. Vi bedömer dock att estimaterna kan komma att bottna i närtid, beroende på utfallet i handelsdiskussionerna med USA senare under månaden.

TILLGÅNGSKLASSER

Aktier – Panik

December visade sig bli en rysarmånad och i princip alla marknader handlades ned kraftigt på tilltagande tillväxtoro. Att Brexit fortfarande är en faktor att ta in så fortsatte fonder att tömmas på kapital när privatpersoner rekordsålde fonder (i USA), bara i paritet med kollapsen av Lehman Brothers 2008. Samtidigt har det aldrig placerats så mycket kapital i obligationsfonder (i USA) som det gjordes under december.

Tillgångsklasser, - 1 år

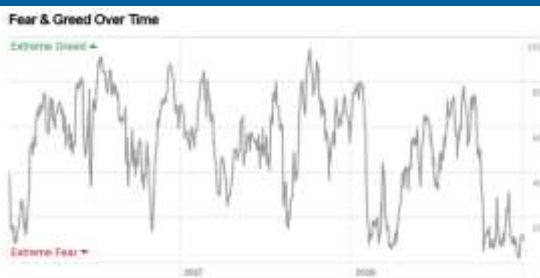


Källa: Bloomberg, Alfred Berg

Riskindikatorer har normaliserats

Sentimentet kvarhåller sig på riktigt baissiga nivåer och visar få tecken på att normaliseras.

CNN Moneys riskindikator



Källa: CNN Money

CNN:s riskindikator håller nu på att leta sig uppåt efter oron i likhet med många andra riskindikatorer. När många är oroliga är det oftast bra tider att investera i risktillgångar.

Volatiliteten lär etablera sig på en högre nivå än den vi sett de senaste 5 åren, vilket beror på att centralbankerna så sakteliga drar bort stimulansåtgärderna. Samtidigt stiger räntorna något, vilket skapar friktioner bland tillgångsklasser. Å andra sidan skapar det också möjligheter för aktiva förvaltare.

Volatiliteten etablerar sig på högre nivåer, -5 år



Källa: Bloomberg, Alfred Berg

Globala räntor

De flesta förväntade nog sig att 2019 skulle bli året då alltför centralbanker började den långa processen att normalisera penningpolitiken. Höstens finansiella turbulens och sammankopplade konjunkturoro kommer att påverka centralbankernas normaliseringstakt, vilket också reflekteras av den välsynkroniserade räntenedgången i de flesta av världens ekonomier. Centralbankerna har ägnat lång tid åt att kommunicera och motivera den inslagna strategin - att normalisera penningpolitiken - som är tänkt att pågå de

närmaste åren. De är därför inte benägna att göra helt tvärtom vid första bästa börsturbulens.

Likväl har aktiepriserna fallit så pass mycket så pass länge att det kommer att få viss effekt på den reala ekonomin främst genom att optimismen ibland hushåll och företag dämpas.

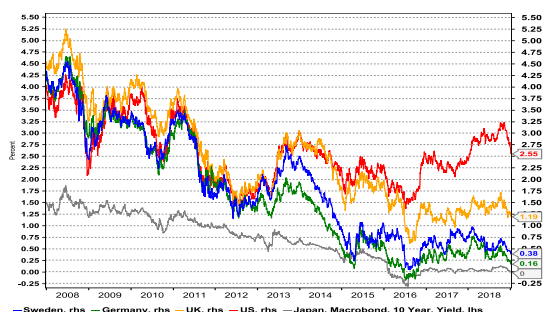
Det reflekteras främst i fallande sentimentsundersökningar men sannolikt också med att företag blir lite försiktigare med att investera och anställa och hushållen lite försiktigare med att köpa och mer benägna att spara lite extra. Allt detta dämpar aktiviteten i ekonomin, vilket vi förväntar oss att centralbankerna tar intryck av. Det stora problemet för centralbankerna är att avgöra hur långvarigt detta effekten blir och om det sätter igång en snöbollseffekt. Vi förväntar oss att den generella centralbanksresponser blir man håller fast vid normaliseringsstrategin men fördröjer genomförandet.

Ett exempel på detta är ECB som under hösten har avslutat tillgångsköpen men ändå höjt styrräntan och samtidigt signalerat att kommande höjningar blir mycket långsamma. Den amerikanska centralbanken har också skickat ett liknande budskap.

På räntemarknaden har denna förändrade strategi redan diskonterats i priserna. Vi tycker dock att det gjorts i lite för stor utsträckning. T.ex. reflekterar en flatt amerikansk avkastningskurva inga fler höjningar alls vilket inte känns rimligt. Vi tror därför att dagens räntenivåer för de större ekonomierna speciellt för statsobligationer med längre löptid är för låga.

Det är däremot svårare att bedöma när obligationsräntorna stiger eftersom vi har en hel del osäkra politiska handlinger framför oss. Den 2:a mars löper vapenvilan mellan Kina och USA ut, om de då inte lyckats komma överens om ett nytt handelsavtal så återkommer sannolikt höstens turbulenta situation med fallande räntor som en delingrediens. Vi har också Brexit framför oss och på inhemska fronten regeringsbildningen. Dessutom är det stor risk att de närmaste månadens sentimentsindikatorer och realdata är svaga såsom den amerikanska ISM-siffran var.

Statsräntor, 10 år



Källa: Alfred Berg, Macrobond

Krediter – Fortsatt intressanta

Räntemarginalen för kreditobligationer har stigit som en följd av oron på finansmarknaden och att ECB slutat köpa företagsobligationer. Ökningen i räntemarginalen är betydligt större i Europa än i Norden. Avkastningskurvan för krediter är fortfarande relativt brant, vilket gör att det finns ett mervärde för den som vågar ta risken att ligga positionerad i obligationer med längre löptid. Det just kreditobligationer med längre löptid som tagit den största smällen under den senaste tidens finansoro.

På sikt ter sig därför längre kreditobligationer som en bra investering, problemet är när de kommer att börja ge positiv avkastning. Det finns gott om orosmoln i närtid, både realekonomiska och politiska. Här krävs en utomordentlig fingertoppskänsla för att hamna rätt men belöningen kan bli desto större.

Vi ser den senaste tidens ökade oro som en reflektion av att många av de utvecklade ekonomierna börjar närma sig slutet på högkonjunkturen och med det följer ökad volatilitet. Förväntningar på stramare penningpolitik, lägre tillväxt och högre inflation är ingen rolig cocktail för finansmarknaderna.

Vi bedömer att det ännu är ett par år kvar tills det är dags för nästa konjunkturnedgång med andra ord förväntar vi oss att vi snart upplever en rekyl och kanske en eller två liknanden sättningar på marknaderna framöver.

Kreditspread i baspunkter över stat (IG)

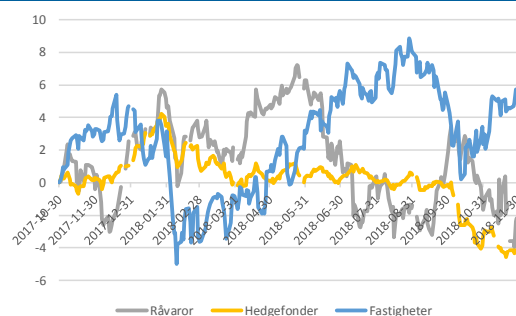


Källa: Alfred Berg, BofAML

ALTERNATIVA INVESTERINGAR

Bland de alternativa tillgångarna sticker fastigheter ut som vinnaren i år, medan såväl råvaror som hedgefonder haft det kämpigt. Förutsättningarna för kommersiella fastigheter ser alltjämt goda ut och även om räntorna bör stiga under nästa år är det mycket som talar för att uppgången kommer vara beskedlig.

Alternativa tillgångar, i US-dollar, - 1 år

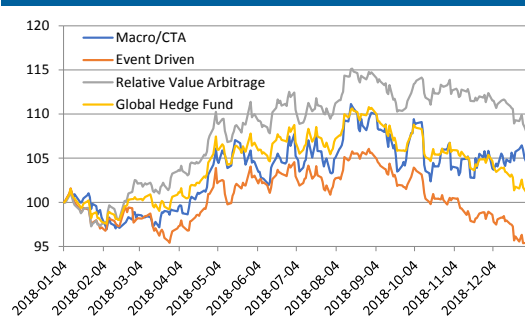


Källa: Alfred Berg, Bloomberg

Hedgefonder

Hedgefonder hade det precis som andra riskutsatta fonder det kämpigt under senhösten. De som klarat sig relativt sett bäst är de som arbetar med Macro/CTA-strategier (Commodity Trader Advisors).

Globala hedgefondsstilar, - 12 månader

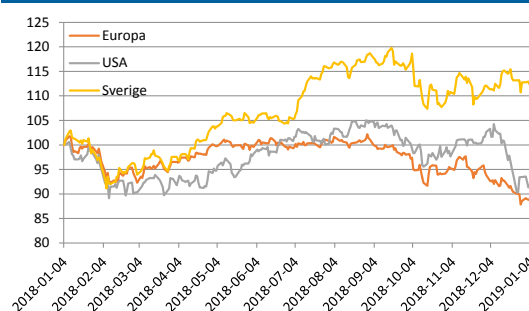


Källa: Bloomberg, Alfred Berg

Fastigheter

Svenska fastigheter fortsätter att leverera relativt övriga fastighetsmarknader (Europa och USA). Svensk konjunktur är fortsatt god, vilket förklarar intresset för tillgångar som påminner om reala tillgångar. I främst USA är räntenivån och därmed kalkylräntan en helt annan. Så länge som konjunkturen upprätthålls på en god nivå och räntorna hålls i schack lär tillgångsklassen gillas även framöver.

Fastighetsaktier i USA, Europa & Sverige, - 1 år

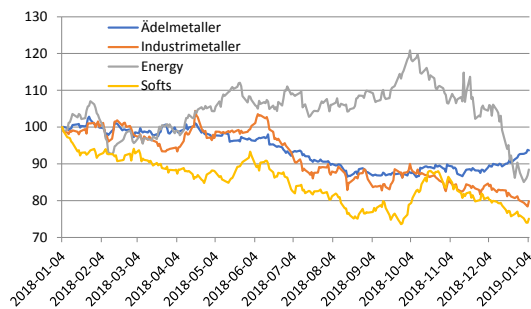


Källa: Bloomberg, Carnegie, Alfred Berg.

Råvaror – mer sidledes ett tag

Av råvarorna är det främst ädelmetaller som stigit på senare tid, vilket har sin förklaring i dragningskraften i guld, när børserna känns osäkra. Energi föll kraftigt, men förefaller ha funnit sin botten och borde kunna stärkas i takt med att utbuds-/efterfrågesituationen normaliseras efter OPECs neddragningar.

Råvarupriser i USD, energi, guld, metaller, softs -1 år



Källa: Bloomberg, Alfred Berg

Valutor – Trend uppåt i USD

Under turbulensen så har dollarn stått emot bra, vilket var väntat med dess status som reservvaluta nummer 1. Att den inte stärktes mer kan möjligen ha med de stora utflödena ur amerikanska fonder, vilket innebär att det sannolikt varit många icke-amerikaner som lättar på sina positioner. Närmast på tur på den penningpolitiska agendan är ECBs försiktiga normalisering, även om marknaden knappt ger dem någon sannolikhetshjälp för en höjning alls under 2019. Detta är för närvarande i samklang med marknadens syn på vad FED kommer göra med sina 2 höjningar under 2019, nämligen inget alls!

Handelsvägt dollarindex (DXY), - 1 år



Källa: Bloomberg, Alfred Berg.

Under årets andra vecka hände något extraordinärt med den japanska yenen som stärktes kraftigt (sk flashcrasch) efter vad som förefaller ha varit stora stängningar av spreadar mot australiska dollarn och turkiska liran. Yenen har under många år varit föremål för intensiv handel och används när man försökt utnyttja den sk carry-tradeeffekten. Detta innebär att man lånar pengar på en lågräntemarknad och

placerar dessa på en högräntemarknad. När man gör så sker växlingen i valutan, som då antingen stärks eller försvagas beroende i vilken riktning kapitalet flyter. Denna gång var det en stängning, vilket innebär att man efterfrågar mer yen, som du stärkt på kuppen.

Yenen försvagas åter



Källa: Bloomberg, Alfred Berg.

Givet en svagare dollar så bör Euron, allt annat lika, stärkas gentemot dollarn och andra valutor. Tekniskt sett finns ett bra stöd som bör hålla för eventuella försvagningsattacker.

EUR/USD, - 5 år



Källa: Alfred Berg, Bloomberg.

IMFs BNP-prognoser, fr oktober 2018

	Projections			Difference from July 2018 WEO Update1	
	2017	2018	2019	2018	2019
World Output	3.7	3.7	3.7	-0.2	-0.2
Advanced Economies	2.3	2.4	2.1	0.0	-0.1
United States	2.2	2.9	2.5	0.0	-0.2
Euro Area	2.4	2.0	1.9	-0.2	0.0
Germany	2.5	1.9	1.9	-0.3	-0.2
France	2.3	1.6	1.6	-0.2	-0.1
Italy	1.5	1.2	1.0	0.0	0.0
Spain	3.0	2.7	2.2	-0.1	0.0
Japan	1.7	1.1	0.9	0.1	0.0
United Kingdom	1.7	1.4	1.5	0.0	0.0
Canada	3.0	2.1	2.0	0.0	0.0
Other Advanced Economies2	2.8	2.8	2.5	0.0	-0.2
Emerging Market and Developing Economies	4.7	4.7	4.7	-0.2	-0.4

Källa: IMF, Okt 2018. Revidering från juli-prognosen.

SparAktiv – den bekväma spartjänsten

Denna skrift görs som ett arbetsunderlag för den allokering vi genomför för våra kunders räkning, såväl institutionella som privata.

Genom att gå igenom ett stort antal hållpunkter regelbundet enligt vår process Makro-Värdering-Sentiment så får vi förvaltare de verktyg som vi bedömer behövs för att fatta välgrundade placeringsbeslut på.

Skriften, som vi hoppas tilltalar dig som läsare, ger inga explicita råd då det inte är en rådgivningsprodukt. De faktiska placeringar vi gör är unika för respektive kundportfölj, vilka skiljer sig åt i risknivå och vilka instrument vi kan använda.

Ett sätt att direkt komma åt våra placeringsstrategier är att bli kund i vår spartjänst – SparAktiv.

SparAktiv är tjänsten för dig som vill ha ett oberoende, proaktivt och bekvämt sparande som är individuellt anpassad vad beträffar risknivå och förvaltningsstil.

Varje kund går igenom ett antal frågor på www.spara.alfredberg.se vilket möjliggör för oss att förstå vilken risknivå som är lämplig för just dig.

Därefter väljer du en av tre möjliga proaktiva förvaltningsstilar, **Aktiv**, **Prismedveten** eller **Hållbar**.

- **Aktiv** är placeringsinriktningen för dig som vill ha de mest framgångsrika förvaltarna i din fondportfölj. Förvaltarna är de mest renommerade inom sina respektive placeringsmandat och som vi bedömer har bäst egenskaper för den marknad vi ser framför oss enligt vår analys.
- **Prismedveten** är inriktningen för dig som tycker att pris är en viktig komponent när en fondportfölj skall byggas samman. Här finns ibland, men inte alltid, indexnära fonder. Viktigast är att fonderna är prisvärda.
- **Hållbar** är inriktningen för dig som bryr dig om och vill kunna påverka

omvärlden med dina sparade pengar. Här placeras i fonder med en uttalad hållbarhetsstrategi, globalt och viktigast av allt proaktivt.

SparAktiv är en tjänst som är helt oberoende av potentiella eller reella särintressen. Det innebär att vi inte placerar i några av våra egna fonder inom Alfred Berg eller från vår moderbank BNP Paribas.

Detta gäller även om våra fonder i förekommande fall är bäst, mest prisvärda och hållbarast inom sin kategori.

Vi tar en fast avgift på 1,1 procent av förvaltad kapital per år, och för det slipper du välja vilken fond som kan passa bäst givet marknadsklimatet, du slipper också lägga tid på att navigera mellan marknader och tillgångsslag, tid som du kan lägga på annat.

Vi samarbetar för närvarande med Nordnet där ett investeringssparkonto öppnas för tjänstens ändamål. På detta konto sker sedan all fondhandel för din räkning och du har naturligtvis full insyn i de affärer som görs för din räkning.

Minsta sparbelopp har vi satt på låga 10 000 kronor för att möjliggöra för fler att sätta igång sitt sparande för framtiden. Men kanske viktigast av allt att veta, det finns ingen övre beloppsgräns för sparandet 😊

Välkommen att titta in på www.spara.alfredberg.se för att starta ditt eget sparande och där Alfred Berg blir din personliga diskretionära förvaltare.

CONTACTS - TACTICAL ASSET ALLOCATION

Stockholm

Jonas Olavi

Head of TAA, PM

jonas.olavi@alfredberg.com

+46 562 347 76

Twitter @j_olavi

Nybrokajen 5

P.O. Box 70447

SE-107 25 Stockholm

tel. +46 8 562 347 00

www.alfredberg.se

IMPORTANT INFORMATION

This information constitutes marketing material issued by Alfred Berg Fonder AB and Alfred Berg Kapitalförvaltning AB in Sweden. This document contains information and considerations that analysts, strategists and portfolio managers at Alfred Berg use as a base for handling portfolios and mandates. This document has been prepared solely for informational purposes and does not constitute any investment advice.

Before investing in any product of BNP Paribas Asset Management* or Alfred Berg**, you should inform yourself about the (financial) risks and possible restrictions to which you and your investment activities may be subject. You are also advised to read the KIID, information brochure and fund rules/prospectus that can be found at www.alfredberg.se before making any investment in an investment fund.

The value of your investments may fluctuate. Past performance is no guarantee for future returns. It is possible that your investment will increase in value. It is also possible, however, that your investment will generate little or no income and that, if the asset price performs poorly, you will lose some or all of your initial outlay. The value of an investment in a fund can go up or down depending on market evolution and investors may not get back all of their initial investment. The value of a fund with risk class 6-7 can go up or down substantially, due to the composition of the fund and the methods used in managing the fund.

BNP Paribas Asset Management and Alfred Berg have taken all reasonable care to ensure that the information contained in this document is correct but does not accept liability for any misprints. The information and opinions contained herein can be changed without notice. BNP Paribas Asset Management and Alfred Berg are not obliged to update or alter the information or opinions contained herein.

* "BNP Paribas Asset Management" is the global brand name of the BNP Paribas group's asset management services.

**Alfred Berg is the brand name of the Alfred Berg Fonder AB and Alfred Berg Kapitalförvaltning AB. For information about the addresses and regulators, please refer to www.alfredberg.com.