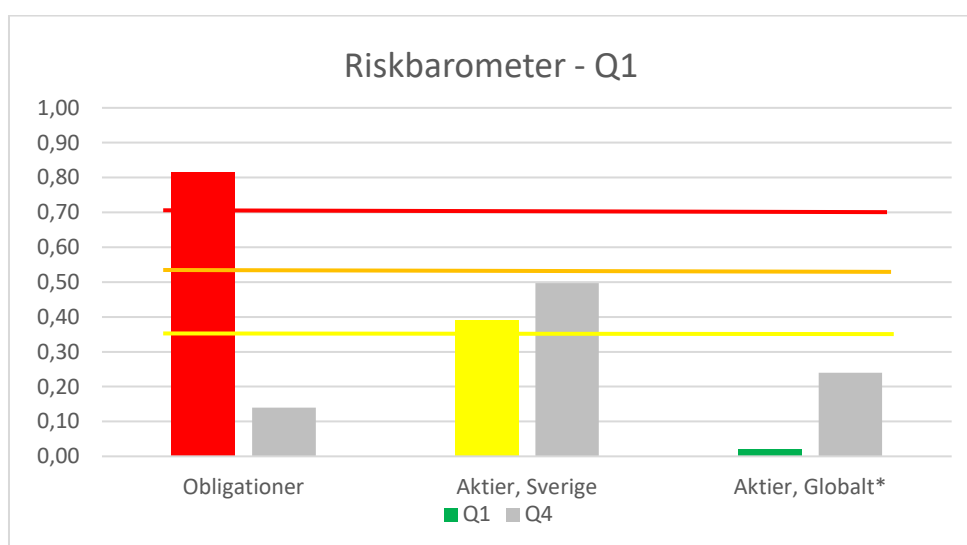


Vi har med hjälp av statistiska metoder bearbetat ett stort antal olika tänkbara indikatorer för att se vilka som kan innehålla information om den framtida avkastningen på olika finansiella tillgångar. Ett antal indikatorer ger på olika sätt signaler om sannolikheten för den framtida utvecklingen det kommande kvartalet. Dessa indikatorer är av olika slag och olika för olika marknader, men som gemensam nämnare att de innehåller statistisk information om utvecklingen för de olika tillgångsslagen för det kommande kvartalet. Arbetsmetodiken ligger till grund för vår egen makroprognos, strategi och förvaltning. Vi publicerar riskbarometern en gång i kvartalet.

Riskbarometern – starkt ökad risk för sämre avkastning på svenska obligationer.

Vår riskbarometer indikerar att det är en starkt ökad risk för en sämre avkastning på svenska obligationer under 1:a kvartalet 2019 (se figuren nedan). Det främsta skälet är att obligationsräntorna föll rejält under 4:e kvartalet. Placeringar i obligationer är nu förhållandevis dyra enligt våra mått, såväl relativt andra tillgångsslag som i förhållande till konjunkturläget. Enligt vår definition är risken mycket hög att en investerare i dessa tillgångar inte ens får en avkastning i nivå med en tre-månaders statsskuldväxel under första kvartalet (se definitioner i tabellen på sidan 4).



* Ej valutasäkrade

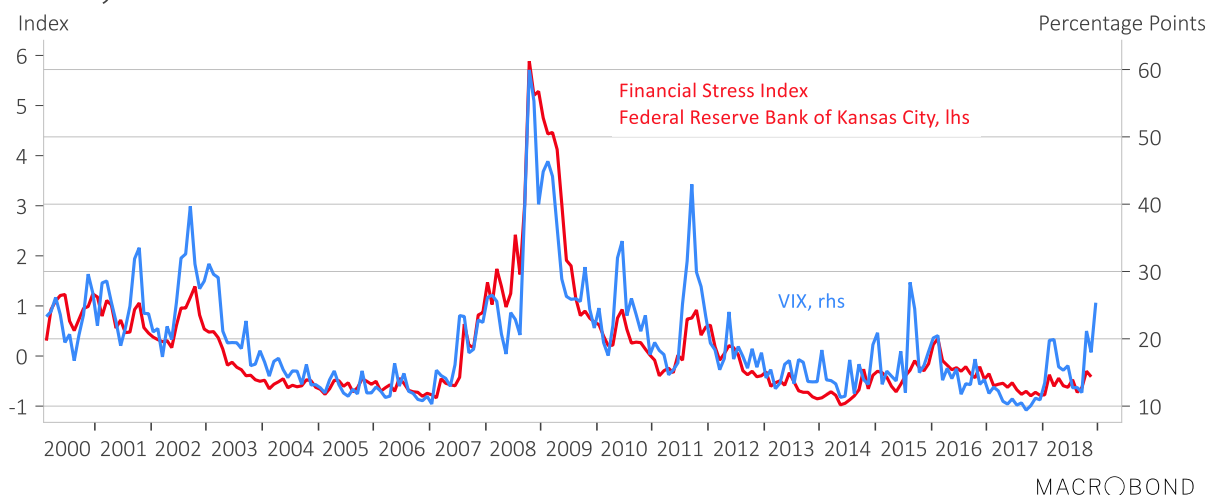
För aktier har däremot risken minskat jämfört med föregående kvartal, även om risknivån för svenska aktier fortfarande indikerar att det finns en hög sannolikhet att inte få en avkastning i nivå med den historiska riskpremien under det kommande kvartalet. Det är rimligt att fråga sig varför barometern signalerar att risknivån för aktier faller, bland annat mot bakgrund av den betydande börsoron under fjärde kvartalet, och varför inte barometern signalerade en starkt ökad risk redan för ett kvartal sedan.

För det första har risknivån för aktier fallit av motsvarande skäl som den har stigit för obligationer. Placeringar i statsobligationer har blivit dyra och har aktier blivit relativt sett billiga. När det gäller den något förhöjda risknivån för svenska aktier beror det fortfarande på att internationella bankaktier har fortsatt att tappa i relation till aktiemarknaden som helhet, vilket är en negativ signal för den framtida avkastningen på den svenska aktiemarknaden. När det gäller utvecklingen för globala aktier, omräknad i svenska kronor, har en ökad creditspread i USA, något paradoxalt, bidragit till en minskad risknivå.

Det kan tyckas märkligt att en ökad skillnad mellan företagsobligationer och statsobligationer går hand i hand med högre framtida avkastning på aktier, men det kan finnas flera anledningar till detta. En enkel förklaring är att skillnaden tenderar att öka när statsobligationsräntorna faller, något som i sin tur är positivt för värderingen av aktier.

För det andra är en tänkbar förklaring till att riskbarometern inte signalerar starkt ökad risk på aktiemarknaderna varken nu eller för ett kvartal sedan, att oron i hög grad är avgränsad till aktiemarknaden och inte avspeglas i någon större omfattning på andra finansiella marknader. Ett exempel, som visas i figuren nedan, är en jämförelse mellan volatiliteten på USA-börsen i form av VIX-indexet och en av Feds finansiella stressindikatorer. Den senare är tänkt att fånga graden av stress i USA:s finansiella system utifrån att antal marknadsindikatorer (se vidare <https://www.kansascityfed.org/research/indicatorsdata/kcfsi/>).

USA, Financial Stress Index och VIX







Serierna följer serierna varandra väl, sett över de senaste knappa 20 åren, men vid enstaka tillfällen har VIX dragit iväg utan motsvarande ökning i det Finansiella Stress-indexet (VIX ingår som en delkomponent i det senare så det är ofrånkomligt med en viss samvariation). Detta skedde exempelvis 2015, men också såväl i början som i slutet av förra året. Om börsoron avspeglade något mer genomgripande borde det fått större återverkningar på andra finansiella marknader och visat på en ökad stress i det finansiella systemet. Det är därför inte helt orimligt att tolka nedgången i slutet av 2018, liksom i början av året, som en korrektion i huvudsak begränsad till aktiemarknaderna. Den här typen av fenomen har vår riskbarometer, liksom exempelvis Feds stressindex, helt enkelt svårt att fånga upp i förväg.

Det går naturligtvis inte att utesluta att börsoron fortsätter under första kvartalet (och att detta inte fångas av riskbarometern), men aktiemarknaderna kan också återgå till det "normala" under första kvartalet i linje med vad riskbarometern faktiskt signalerar. I så fall finns det möjligheter att få betalt

för riskpremien på aktier, dock med en något högre risknivå för svenska aktier. För statsobligationer är det dock annorlunda. Riskbarometern pekar på en vändning även här, men dock med negativa konsekvenser för avkastningen.

Mer om de olika risknivåerna och konstruktionen av riskbarometern följer nedan. I slutet finns också några figurer som visar den historiska riskbarometern jämfört med avkastningen på de olika tillgångarna.

De olika risknivåerna, som motsvaras av nivåerna i den första figuren ovan.

Riskenivå		Definition
Mycket hög		Mycket hög sannolikhet att inte få en avkastning i nivå med kontanter (3-månaders statsskuldväxel).
Hög		Hög sannolikhet att inte få en avkastning i nivå med kontanter (3-månaders statsskuldväxel).
Medel		Hög sannolikhet att inte få en avkastning i nivå med den historiska riskpremien.
Låg		Låg sannolikhet att inte få en avkastning minst i nivå med den historiska riskpremien.

Så här gjorde vi riskbarometern.

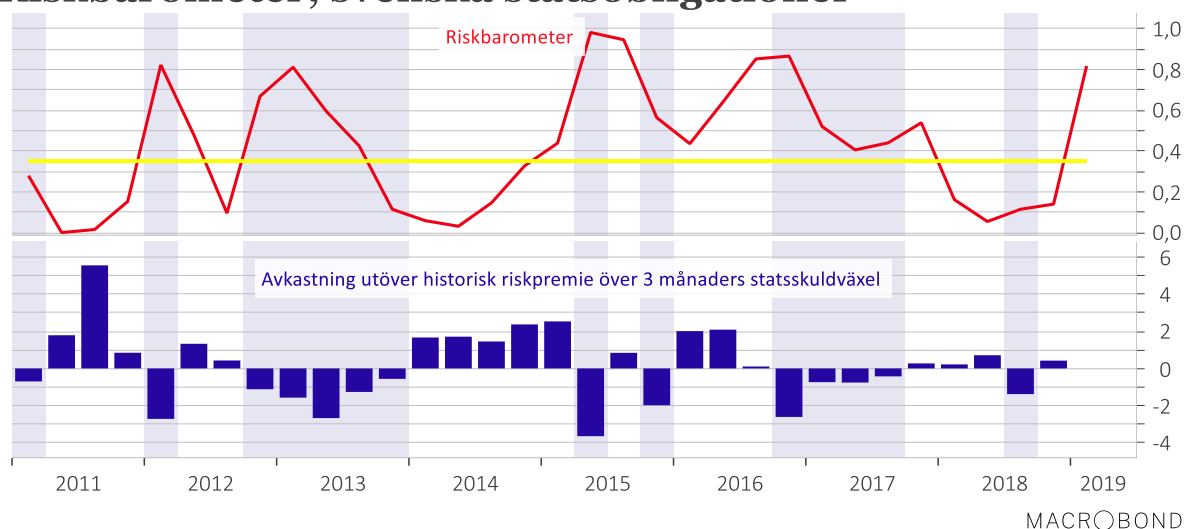
Vi har med hjälp av statistiska metoder bearbetat ett drygt 40-tal olika tänkbara indikatorer för att se vilka som kan innehålla information om den framtida avkastningen på olika finansiella tillgångar. Vi fann ett 10-tal indikatorer som på olika sätt ger signaler om utvecklingen det kommande kvartalet. Dessa indikatorer är av olika slag och olika för olika marknader, men som gemensam nämnare att de innehåller statistisk information om utvecklingen för de olika tillgångsslagen för det kommande kvartalet. En övergripande summering av indikatorerna visas i tabellen nedan.

Kategori	Exempel på indikatorer
Makroekonomisk värdering av olika marknader.	Värdering av obligationer i olika länder och relativ värdering mellan olika marknader. In-house.
Nivåer och rörelser på olika finansiella marknader.	Exempelvis valutor, avkastningskurvor, relationer mellan aktieindex och kreditspreadar.
Volatilitet eller andra mått på marknadsoro.	Volatilitet på olika marknader, samt sk. Financial Stress Indicators från exempelvis Federal Reserve..

Med utgångspunkt från dessa har vi konstruerat tre systematiska och statistiskt baserade riskbarometrar som ger signaler om risknivån för avkastningen på svenska statsobligationer, svenska aktier och globala aktier (i svenska kronor), för det nästkommande kvartalet. De fyra olika risknivåerna definieras i tabellen ovan och i den översta figuren ses de olika prognosticerade risknivåerna för respektive tillgångsslag för det första kvartalet 2019.

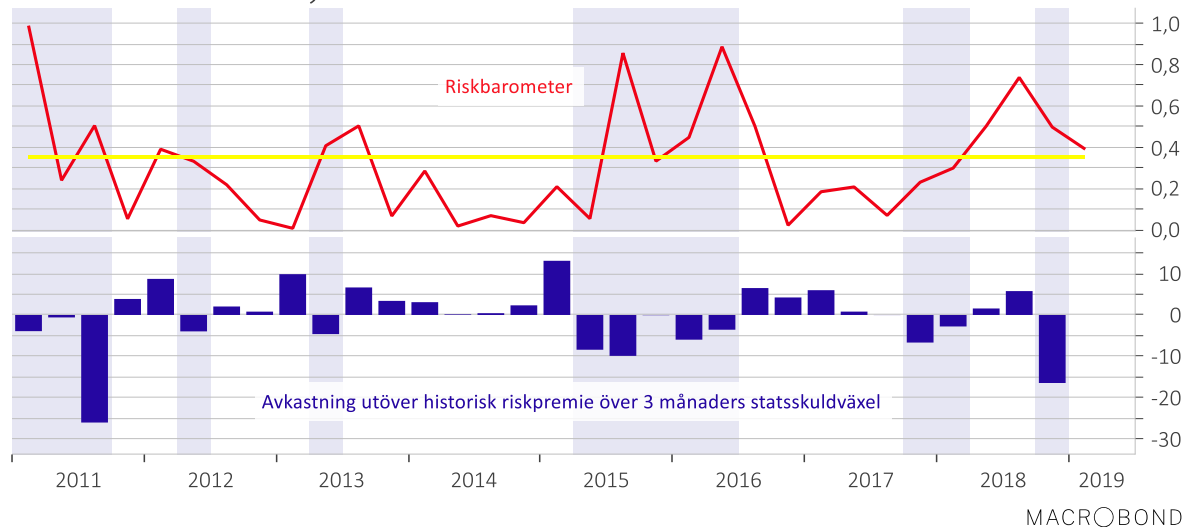
Det bör noteras att riskbarometrarna inte fångar kortsiktiga eller plötsliga signaler inom ett kvartal. I värsta fall kan de dock påverka kommande risknivåer, även om de i realiteten redan klingat av. Sedan kan det förstås finnas faktorer som negativt påverkar avkastningen, men som inte fångas upp alls eller för sent. Riskbarometrarna ska därför ses som indikatorer på när finansiella priser på olika tillgångar når nivåer eller förändras på ett sätt som sammantaget historiskt sett har signalerat en ökad risk för en sämre framtida avkastning. Riskbarometrarna kommer att publiceras kvartalsvis, samt användas i vår egen taktiska tillgångsallokering och som input i fonden Rubicons positioner.

Riskbarometer, svenska statsobligationer*



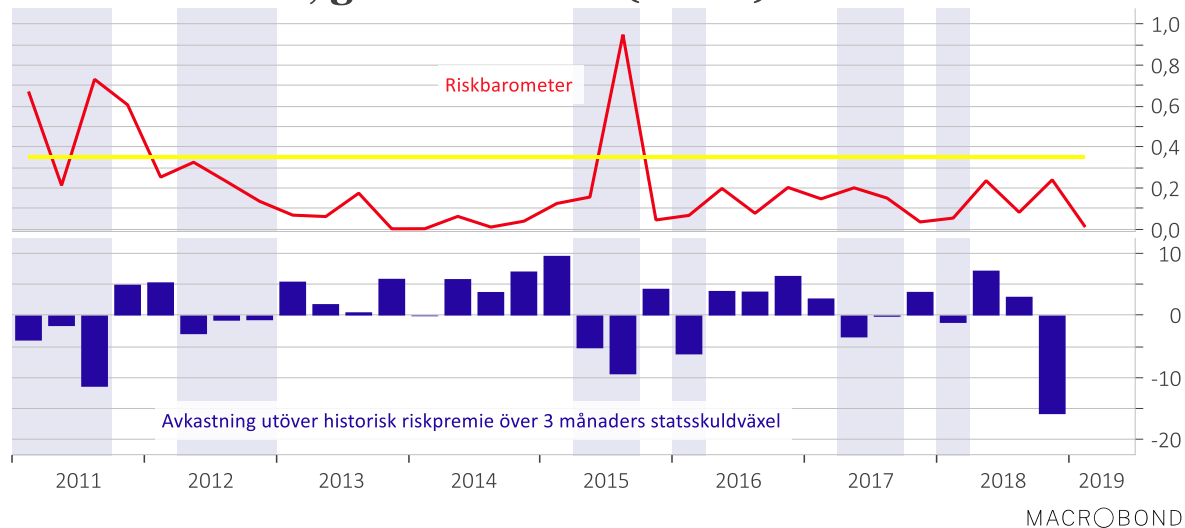
* Signalen från riskbarometern avser det kvartal som indikeras i figuren, med information från det föregående kvartalet.

Riskbarometer, svenska aktier*



* Signalen från riskbarometern avser det kvartal som indikeras i figuren, med information från det föregående kvartalet.

Riskbarometer, globala aktier (i SEK)*



* Signalen från riskbarometern avser det kvartal som indikeras i figuren, med information från det föregående kvartalet.

Disclaimer

This information is issued by EME Partners. It was produced by and the opinions expressed are those of EME Partners as of the date of writing and are subject to change. This document has been prepared solely for information purposes and for the use of the recipient. It does not constitute an offer or an invitation by or on behalf of EME Partners to any person to buy or sell any security or investment product. Any reference to past performance is not necessarily a guide to the future. The information and analysis contained in this publication have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable but EME Partners does not make any representation as to their accuracy or completeness and does not accept liability for any loss arising from the use hereof. This document may not be reproduced either in whole, or in part, without the written permission of EME Partners. EME Partners is licensed, regulated and supervised by the Swedish Financial Services Authorities (Finansinspektionen). The discussed investment strategy will be managed in an AIF structure, only available to professional investors. Prospective investors should have the financial ability and willingness to accept the risk characteristics of the fund's investments. Before entering into a transaction, investors should determine the suitability of these products with regard to their particular circumstances and independently (in consultation with their professional advisors) examine the special risks (maximum loss, currency risk, etc.) and legal, regulatory, credit, tax and accounting consequences. This document does not disclose all product related risks. For the full risk disclosure please consult the offering documents. No assurance can be given that the investment objective will be achieved or that investors will receive a return on their capital. They may lose some or all of their capital.