

An aerial photograph of Paris, France, showing a dense collection of buildings with blue-tiled roofs. In the background, the modern skyline of Paris is visible against a hazy sky. The foreground shows the intricate details of the historic architecture.

Investment Outlook

Februari 2012

Överraskningar kan vänta
runt hörnet

PRIVATE BANKING - INVESTMENT STRATEGY

S|E|B



Innehållsförteckning

Inledning	5
Sammanfattning	6
Makrosammanfattning	8
Portföljkommentar Moderna Investeringsprogram	10
Tema: Överraskningar kan vänta runt hörnet	13
Tema: Att gardera sig mot en eurokollaps	17

TILLGÅNGSSLAGEN

Aktier	20
Räntor	24
Hedgefonder	26
Fastigheter	28
Private Equity	30
Råvaror	32
Valutor	34

Denna rapport publicerades den 21 februari 2012.

Rapportens innehåll baseras på information och analys tillgänglig före den 14 februari 2012.

Hans Peterson

Global Head of Investment Strategy
+ 46 8 763 69 21
hans.peterson@seb.se

Jonas Evaldsson

Economist
+46 8 763 69 71
jonas.evaldsson@seb.se

Lars Gunnar Aspman

Global Head of Macro Strategy
+ 46 8 763 69 75
lars.aspman@seb.se

Reine Kase

Economist
+352 26 23 63 50
reine.kase@sebprivatebanking.com

Victor de Oliveira

Portfolio Manager and Head of IS Luxembourg
+ 352 26 23 62 37
victor.deoliveira@sebprivatebanking.com

Daniel Gecer

Economist
+46 8 763 69 18
daniel.gecer@seb.se

Johan Hagbarth

Investment Strategist
+ 46 8 763 69 58
johan.hagbarth@seb.se

Carl-Filip Strömbäck

Economist
+46 8 763 69 83
carl-filip.stromback@seb.se

Esben Hanssen

Head of IS Norway
+ 47 22 82 67 44
esben.hanssen@seb.no

Cecilia Kohonen

Global Head of Communication Team
+46 8 763 69 95
cecilia.kohonen@seb.se

Carl Barnekow

Global Head of Advisory Team
+ 46 8 763 69 38
carl.barnekow@seb.se

Liza Braaw

Communicator and Editor
+46 8 763 69 09
liza.braaw@seb.se

Denna rapport kommer från SEB och innehåller allmän marknadsinformation om SEBs finansiella instrument. Även om innehållet är baserat på källor som SEB bedömt som tillförlitliga ansvarar SEB dock inte för fel eller brister i informationen eller för förluster eller kostnader som kan uppstå med anledning därav. Om informationen hänvisar till en investeringsanalys bör du om möjligt ta del av den fullständiga analysen och information publicerad i anslutning därtill eller läsa den information om specifika bolag som finns tillgänglig på www.seb.se/mb/disclaimers. Uppgifter om skatter kan ändras över tiden och är inte heller anpassade efter just din specifika situation. Investment Strategy följer och bevakar olika bolag löpande och tillämpar ingen fast periodicitet på investeringsrekommendationerna. Information om tidigare rekommendationshistorik kan fås på begäran. Analytiker anställda av SEB kan inneha positioner i aktier eller aktierelaterade instrument i bolag där de utarbetar en rekommendation. För mer information om SEB:s investeringsrekommendationer och hantering av intressekonflikter med mera, vänligen se <http://www.seb.se/upplysningar-is>. För fonder och andra finansiella instrument är historisk avkastning ingen garanti för framtida avkastning. Värdet på dina fondandelar och andra finansiella instrument kan både stiga och falla och det är inte säkert att du får tillbaka det insatta kapitalet. I vissa fall kan förlusten även överstiga det insatta kapitalet. Om du eller en fond investerar i finansiella instrument som är uttryckta i utländsk valuta, kan förändringar i valutakurserna påverka avkastningen. Du ansvarar själv fullt ut för dina investeringsbeslut och du bör därför alltid ta del av detaljerad information innan du fattar beslut om en investering. Mer information t ex faktablad för fonder och informations-/marknadsföringsbroschyrer för fonder och strukturerade produkter finns på www.seb.se. Om behov finns kan du även inhämta råd om placeringar anpassade efter din individuella situation från din rådgivare i SEB.

Information om beskattning. Som kund vid våra internationella bankkontor i Luxemburg, Schweiz och Singapore är det ditt ansvar att hålla dig informerad om de skatteregler som gäller i de länder som avser ditt medborgarskap, bosättning eller hemvist med hänsyn till bankkonton och finansiella transaktioner. Banken skickar ingen skatterapportering till främmande länder vilket betyder att du själv måste ombesörja att vederbörande myndighet tillställs information om och när så erfordras.



Times they are a changing...

Tiderna förändras, och det gör även uppfattningarna om vad som är bra och dålig risk i kapitalmarknaden. Just nu har ett visst lugn lägrat sig över de finansiella marknaderna. Men bakom dagens prognoser byggs det upp nya spänningar och frågor globalt, vilka kommer att påverka vår investerarvärld alltmer.

Sedan årsskiftet har vi sett en helt ny utveckling på de globala kapitalmarknaderna. Viljan att investera har ökat markant och vi kan ha sett en reell vändpunkt i riskviljan sedan november i fjol. Den fick sin slutliga knuff framåt efter Europeiska Centralbankens agerande. Man kan förenklat säga att marknader behöver tre saker för att röra sig: likviditet, konjunkturtrend och rimliga värderingar, och alla tre har de senaste månaderna varit på "rätt" sida.

Det man kan reflektera över är att det under den här perioden inte har tagits några större genomgripande beslut för att lösa de långsiktiga problemen i eurozonen. Det är framför allt effekterna av ECB:s erbjudande till bankerna om obegränsad likviditet som har gjort jobbet att lyfta riskviljan.

Samtidigt kan vi notera att BNP-prognoser för 2012 samlats alltmer kring en tillväxt strax över den nivå där vi kan förvänta oss en viss vinsttillväxt. Andra halvåret i år förväntas bli bättre än det första, och vi har skäl till ett visst hopp längre fram. Men ibland när konsensus är relativt samlat kan det oväntade hända. Mot bakgrund av det har vi den här gången dykt djupt in i olika alternativa scenarier, om det oväntade händer.

Eurokrisen pågår i skrivande stund och den kommer sannolikt att i olika former vara en del av vår verklighet under lång tid framöver, vilket också motiverar en temaartikel i detta nummer.

Just nu lägrar sig ett visst lugn över kapitalmarknaderna, konsensus synen för den globala tillväxten är hyfsat homogen, och prognoserna vittnar om en viss tillväxt. De europeiska bankerna är likvidiserade och riskviljan i marknaden har ökat. Men bakom dagens prognoser byggs det upp nya spänningar och frågor globalt. Spänningar och frågor som kommer att påverka vår investerarvärld allt mer.

Vi har idag en ungdomsarbetslöshet som i många länder är extremt hög. Samma ungdomar ska finansiera pensioner för en växande åldersgrupp. Dessutom föds det i allt fler länder färre och färre barn som finansiellt ska bära en äldre befolkning. Detta kommer att väcka frågor om sparande, skuldsättning och hur arbete och konsumtion utvecklas. Skatteunderlaget ändras löpande för att finansiera offentlig konsumtion, och en del tuffa beslut måste tas.

I denna framtidsbild kommer det att väckas frågor om kapitalförsörjning, hur sparande byggs upp och fördelas samt hur levnadsstandard upprätthålls. Det kommer att bli intressanta tider, där produktionsapparater måste generera värde på ett annat sätt. Fler – främst ungdomar – måste i arbete. Konkurrenskraften mellan olika regioner kommer att ändras. Vi kommer att få se många möjligheter de närmaste åren. Och en del av dem oväntade.

HANS PETERSON
CIO Private Banking
and Global Head of Investment Strategy

	Förväntningar* kommande 12 mån		Kommentar
	avkastn.	risk	
Aktier ¹⁾	8%	18%	Kortsiktigt NEUTRAL , långsiktigt POSITIV syn. Låga värderingar i många länder med undantag för USA som har fortsatt att överraska positivt. Begränsad uppsida då volatiliteten redan är låg. Stabilare balansräkningar inom flera sektorer däribland bank, och Emerging Markets föll kraftigt på flera håll under 2011 och anses nu relativt billigt. Hög och stabil avkastning i EM, men tillväxten i OECD påverkar.
Räntor ²⁾	7%	9%	Medan stater i OECD har försvagats finansiellt på senare år har företag istället stärkts. Det är grundskälet till att vi är POSITIV till företagsobligationer och NEGATIV till statsobligationer. Räntorna på statsobligationer spås stiga beskedligt i år. Samtidigt kan räntegapen mellan företags- och statsobligationer krympa en hel del/kurserna på företagsobligationer stiga, när marknaden inser att aktuell prissättning på främst High Yield-obligationer speglar ett alldeles för pessimistiskt konjunkturscenario. Vid riskapitit gynnas även EM Debt.
Hedgefonder	4%	5%	POSITIV . Marknadsklimatet gynnar framför allt CTA:s och kreditorienterade hedgefonder. Fokus läggs på aktieberoende förvaltning och fonder som ersätter statsobligationer ur portföljinsynpunkt.
Fastigheter	4%	5%	NEUTRAL . Transparensen är fortfarande låg. Kreditproblem utgör en risk, men marknaden är motståndskraftig. Stark efterfrågan på fastigheter i primärmarknader har pressat avkastningskraven men intressanta case med bra avkastning går dock att finna.
Private Equity	11%	25%	NEUTRAL . God tillväxt och låga värderingar (stora rabatter) innebär betydande potential på längre sikt, givet ett förbättrat marknadsklimat. Fortsatt finansiell osäkerhet skapar dock oro kortsiktigt.
Råvaror ³⁾	6%	18%	NEUTRAL/POSITIV . Ökad riskapitit har lyft de flesta råvarupriserna de senaste månaderna. Mjuklandning i Kina är nyckeln till fortsatta prisuppgångar på industrimetaller. Normaliserade väderförhållanden ger fallande priser på jordbruksprodukter. Oljan kvar på höga prisnivåer.
Valutor ⁴⁾	3%	4%	NEUTRAL . Med fortsatt ökad riskvilja lär EM-valutor gynnas av räntedifferenser och tillväxt. Uppskrivning av kinesiska renminbin mot USD lär fortsätta, om än i långsammare takt. USD starkare än EUR med en tyngande sydeuropeisk skuldskris. Yenen anses övervärderad.

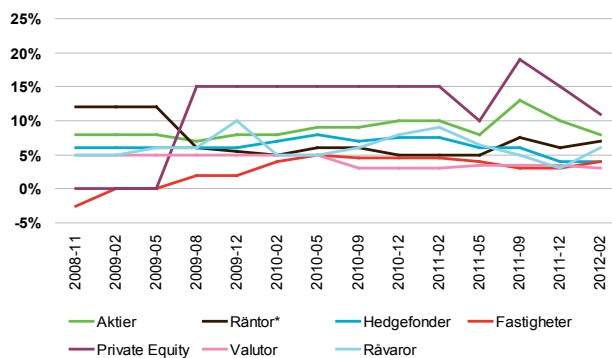
¹⁾ Prognos avser den globala aktiemarknaden. ²⁾ Prognos avser en korg med 1/2 Investment Grade och 1/2 High Yield.

³⁾ Prognos avser en likaviktad korg av råvaruklasserna Energi, Industrimetaller, Ädelmetaller och Jordbruk. ⁴⁾ Synen avser valutaförvaltares kapacitet att skapa alfa.

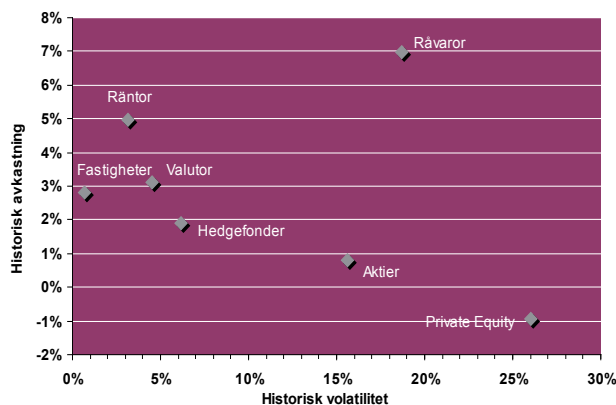
VÅR FÖRVÄNTADE AVKASTNING OCH RISK (KOMMANDE 12 MÅNADER)



FÖRÄNDRINGAR I VÅR FÖRVÄNTADE AVKASTNING



HISTORISK AVKASTNING OCH RISK (2002-02-28 TILL 2012-01-31)

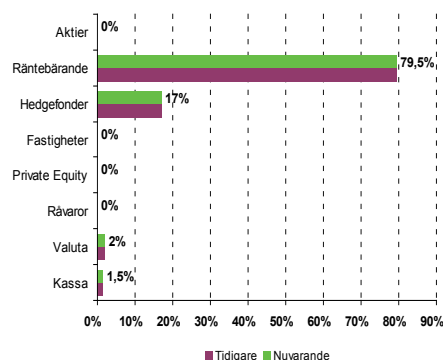


HISTORISK KORRELATION (2002-02-28 TILL 2012-01-31)

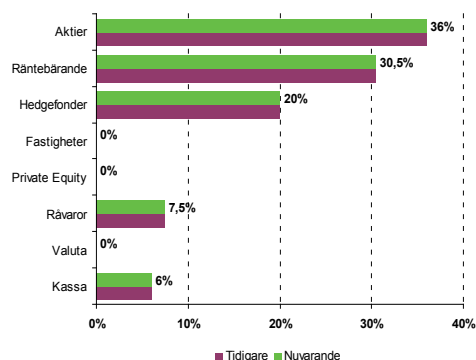
	Aktier	Räntor	Hedge	Fastigheter	Private Equity	Råvaror	Valutor
Aktier	1,00						
Räntor	-0,47	1,00					
Hedge	0,58	-0,31	1,00				
Fastigheter	-0,13	0,09	-0,04	1,00			
Private Equity	0,85	-0,37	0,67	-0,14	1,00		
Råvaror	0,24	-0,18	0,68	-0,04	0,38	1,00	
Valutor	-0,18	0,20	0,13	-0,12	-0,06	0,03	1,00

Historiska värden är beräknade utifrån följande index: Aktier = MSCI AC World EUR, Räntor = JP Morgan Global GBI EUR Hedge, Hedgefonder = HFRX Global Hedge Fund USD, Fastigheter = SEB PB Real Estate EUR, Private Equity = LPX50 EUR, Råvaror = DJ UBS Commodities TR USD, Valutor = BarclayHedge Currency Trader USD.

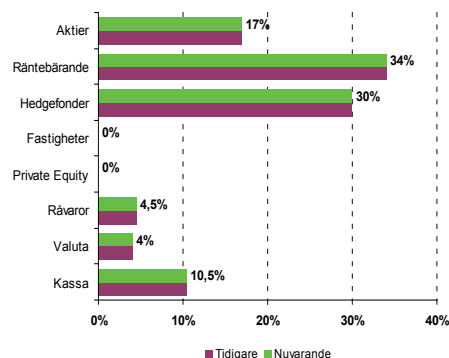
VIKTER MODERN PROTECTION



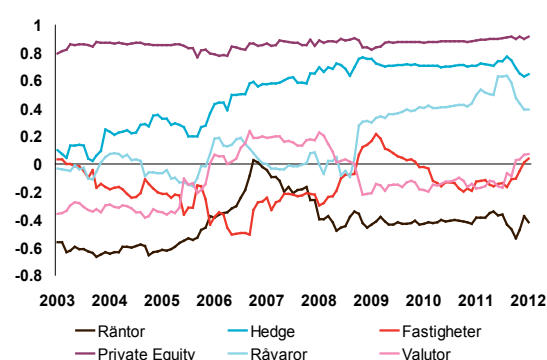
VIKTER MODERN AGGRESSIVE



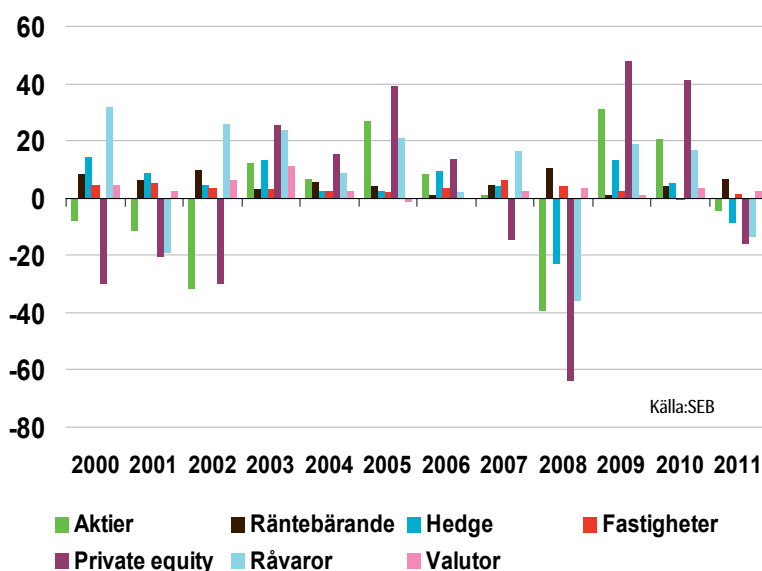
VIKTER MODERN GROWTH



RULLANDE 36-MÅNADERS KORRELATIONER MOT MSCI WORLD (EUR)



DE OLIKA TILLGÅNGSSLAGENS UTVECKLING SEDAN 2000



Avkastningen för 2011 är fram till 31 december.

Historiska värden är beräknade utifrån följande index: Aktier = MSCI AC World EUR, Räntor = JP Morgan Global GBI EUR Hedge, Hedgefonder = HFRX Global Hedge Fund USD, Fastigheter = SEB PB Real Estate EUR, Private Equity = LPX50 EUR, Råvaror = DJ UBS Commodities TR EUR, Valutor = BarclayHedge Currency Trader USD.



Stabilisering - och en del tillväxthopp

- *Riskerna i världsekonomin har minskat på senare tid...*
- *...och konjunkturen i främst USA har överraskat positivt*
- *Men flera bekymmer kvarstår, varför det inte går att blåsa faran över*

Situationen i världsekonomin har stabiliserats i vinter. Centralbankers åtgärder har minskat stressen i finanssystemet, och i Euroland har vacklande steg tagits mot större samordning och fördjupad integration. Dessutom har oväntat starka konjunktursignaler präglat inte minst USA, varför oron för en global recession minskat. Betydande risker finns dock alltjämt i form av bland annat en djup recession i Sydeuropa, en trots allt relativt hög stress i delar av finanssystemet, och fundamentala globala obalanser när det gäller konkurrenskraft och handelsflöden.

Efter att riskbilden för tillväxten i OECD tidigare haft en tydligt negativ bias, framstår den nu som mer balanserad. Liksom tidigare är en fördjupad eurokris det största hotet, medan bästa positiva potential finns i USA:s konjunktur. Inflationen bedarrar på bred front i världen under 2012 tack vare lägre råvarupriser och låga lönekostnadsökningar. I Emerging Markets-sfären (EM) öppnar lägre inflation för sänkta räntor. Det bäddar där för en mjuk konjunkturlandning, och en tillväxt som hålls ganska väl uppe.

USA undviker recession trots europeisk smitta

USA undviker med god marginal en recession, trots att landet smittas av de europeiska problemen genom handel, stramare finansiella förhållanden och lägre bankutlåning. Men stats-skuldkrisen i Europa lägger ändå hinder i vägen för en normal återhämtning i USA, och fortsatt skuldavveckling i landets hushållssektor hämmar även den tillväxten. Finanspolitiken ser ut att bli mindre åtstramande än väntat i år, men motvinden tilltar nästa år. BNP spås öka 2,5 procent både 2012 och 2013, och arbetslösheten ligga kvar över 7,5 procent fram till slutet av 2013. Kärninflationen bedöms falla till knappt 1,5 procent senare i år. Detta kan efter sommaren i år bädda för

ytterligare obligationsköp signerade Federal Reserve, och då sannolikt inriktade på bostadsobligationer.

Inte bara nattsvart i Euroland

Euroländerna ställs inför smärtsamma vägval. Fler besparingar i krisländer som inte kompenseras av expansiva åtgärder från Tyskland och Europeiska Centralbanken (ECB) riskerar att fördjupa krisen och öka politiska spänningar. Flera tecken på stabilisering har dock kommit på sistone. En del makrostatistik har överraskat positivt, och ljuspunkter har funnits i den ekonomiska politiken. ECB:s 3-årslån minskar pressen på banksektorn, och att Tyskland och Frankrike öppnat för ett långsammare genomförande av Basel III-reglerna sänker den finansiella stressen ytterligare. Till det kommer striktare budgetkontroll liksom reformvänliga regeringar i både Italien och Spanien. Riskerna för en djup recession i unionen har därför minskat. Eurolands BNP bedöms krympa knappt 1 procent i år, och växa drygt 0,5 procent nästa år.

Tacka OS för brittisk tillväxt

Euroland är Storbritanniens viktigaste handelspartner med 30 procent av exporten, varför utrikeshandeln inte kan lyfta brittisk ekonomi. Ändå finns vissa ljusglimtar i industrin samt i bygg- och tjänstesektorn. Indikatorerna är sammantaget förenliga med stagnation, men sommarens olympiska spel i London ger tillväxt i flera sektorer. BNP spås växa knappt 0,5 procent i år, och uppemot 1,5 procent 2013. Inflationen faller brant, för att 2013 hamna klart under Bank of Englands mål (2%). Ytterligare obligationsköp kan därför ligga i korten.

Norden har känt av kärva sydliga skuldvindar

De nordiska ekonomierna har via dämpad export, sänkt framtidstro och fallande förmögenhetsvärden påverkats betydligt av problemen i Euroland. I Norges och Sveriges fall har exporten drabbats extra hårt på grund av att euron fallit i värde mot de bägge kronorna. Tack vare stark inhemsk efterfrågan kan dock den norska ekonomin rulla framåt på en högre växel än grannländernas. Nordens BNP prognostiseras öka cirka 1 procent i år, och närmare 2 procent nästa år.

Japan fast i deflationens grepp

Återhämtningen i japansk ekonomi fortsätter, om än i blygsam takt. BNP-tillväxten 2012 och 2013 spås bli drygt 1,5 respek-

tive drygt 1 procent. Mycket expansiv finanspolitik och återuppbyggnadsarbetet efter naturkatastrofen gynnar efterfrågan. Budgetunderskottet bedöms överstiga 11 procent av BNP både i år och 2013, och statsskulden spås växa till 250 procent av BNP nästa år. Även mot slutet av 2013 finns mängder av lediga resurser i ekonomin, varför deflationen biter sig fast. Det, ihop med en stark yen, talar för ytterligare penningpolitiska lättnader.

Asiens EM-ekonomier förblir globalt draglok

Konjunkturen har mattats i Asiens EM-länder, men regionen förblir draglok för världsekonomin. Rådande inbromsning väntas upphöra i vår, och tillväxten därefter accelerera. Starka statsfinanser samt förhållandevis stabila finansiella system ger motståndskraft. Lägre inflationstryck skapar utrymme för en stimulerande penningpolitik. Vissa länder har redan sänkt räntorna, och fler följer efter under 2012.

Trots en viss inbromsning steg Kinas BNP mer än väntat det fjärde kvartalet. Räknat från kvartal till kvartal ökade faktiskt takten, och en tydligare uppväxling kan ske i sommar. BNP spås växa drygt 8,5 procent 2012 och närmare 9 procent 2013. Inflationen har bedarrat rejält på senare tid, varför fokus i politiken skiftar från inflationskontroll till tillväxstöd. Penningpolitiken har redan mjukats upp genom sänkta reservkrav på banker, och mer av den varan stundar. Det kan även bli aktuellt med en mer expansiv finanspolitik.

Indiens tillväxt och inflation har också växlat ned, varför centralbanken fått argument för att sänka räntan. Första steget kan dock dröja då prisökningstakten alltjämt är ganska hög. Till skillnad mot i Kina är Indiens statsfinanser svaga, varför finanspolitiken inte kan nyttjas i stimulanssyfte. BNP bedöms öka drygt 7,5 procent i år, och närmare 8 procent 2013.

Latinamerika bromsar i år, accelererar 2013

Efter fjolårets omkring 4,5 procent spås BNP-ökningen i Latinamerika i år bromsa in till cirka 3,5 procent. Därefter finns goda chanser till en förnyad uppväxling, både i regionen som

helhet och i samtliga tongivande länder – Argentina, Brasilien, Chile och Mexiko. Den latinamerikanska inflationen minskar nu, men hamnar ändå på 6-6,5 procent såväl i år som nästa år. Inte minst Brasiliens centralbank – vilken redan sänkt räntan fyra gånger – torde gå vidare med räntenedtrappningar 2012. Förutom sänkta räntor på flera håll präglas Latinamerika av klart bättre noteringar för offentliga budgetar och skulder än många OECD-länder.

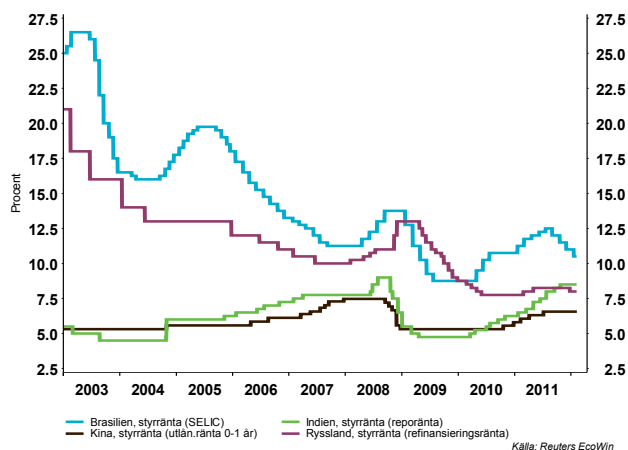
Spretigt konjunkturmönster i Östeuropa

Östeuropas konjunktur började svikta under senare delen av 2011. Export och investeringar dämpas nu. Konsumtionen hålls däremot relativt väl uppe i många länder, eftersom hushållens köpkraft gynnas av lägre inflation. BNP-tillväxten i Östeuropa fortsätter att försvagas i år, men i ett spretigt mönster. Ryssland och Polen står emot eurokrisen bra, Baltikum och Tjeckien klarar sig hyggligt, medan Ungern och Ukraina hör till de mest drabbade. Skillnaderna bottnar bland annat i exportens storlek, samt hur beroende länderna är av banker i det problemtungda Euroland.

Tack vare dynamisk och konkurrenskraftig export samt en tidigare hård budgettätstramning har Baltikum repat sig väl efter den djupa recessionen 2009. Det senaste året har inhemsk efterfrågan hakat i den initialt exportdrivna uppgången. Ekonomierna växer 1,5-2,5 procent 2012, och lite mer nästa år. De stora bytesbalansunderskotten har i stort sett eliminerats, och problemen med sviktande konkurrenskraft korrigerats. Länderna har även lyckats stabilisera de offentliga skulderna på måttliga nivåer.

Ett globalt tillväxthopp

Efter förra årets notering på knappt 4 procent spås globala BNP (köpkraftsparitetsjusterat) öka 3,5 procent 2012 och 4 procent 2013. Med tillväxttakt på 5,5-6 procent årligen håller EM-sfären lätt undan för OECD-området, vilket bedöms växa med cirka 1,5-2 procent. Prognoserna för såväl världen, EM som OECD är uppreviderade jämfört med våra bedömningar daterade november 2011.



RÄNTESÄNKNINGAR I BRIC

Hittills har brasilianska och ryska centralbanken sänkt sina styrräntor i den här cykeln, och det ska inte uteslutas att Kinas PBoC och Indiens RBI slår följe vad det lider. Det som banat väg för penningpolitiska lättnader i BRIC är kombinationen av lägre tillväxt och avtagande pris- och kostnadstryck. Lägre räntor stöttar konjunkturen, och gör BRIC attraktivare för globala investerare.



Den som springer för snabbt kan lätt snubbla

Likviditetsstöd till det finansiella systemet har återfört Modern Protection på rätt bana, medan riskviljan gett skjuts åt Modern Growth och Modern Aggressive. Portföljerna är fortsatt positionerade för att gynnas av förbättrad global konjunktur, och samtidigt kunna motstå de flesta alternativscenarier.

MODERN PROTECTION

Modern Protection har under hela 2011 varit exponerad mot avkastningsströmmar som är tämligen oberoende av konjunkturutvecklingen. Den hämmande faktorn för portföljens avkastning har varit likviditetssituationen i Europa. Trytande förtroende mellan banker med allt högre interbankränta som följd, stigande lånekostnader för PIIGS-länderna och oro för en upplösning av euron höjde successivt likviditetsrisken under fjolåret.

För att få bukt med situationen erbjöd och fortsätter Europeiska Centralbanken, ECB, att erbjuda obegränsat med treåriga lån med låg ränta (1%) till bankerna. Agerandet har mottagits väl, och likviditetsrisken har avtagit. Dessutom väntas en ny utlåningsrunda mot slutet av februari.

Effekten av den förbättrade likviditeten i det finansiella systemet är högst påtaglig i Modern Protection. Portföljen har under december-januari stigit över 1,5 procent, och portföljen är tillbaka på rätt avkastningsbana efter ett halvår med tungt dragsläp. Vår globala makrobild är i stora drag oförändrad, och så är även positionerna i portföljen.

Inflationen väntas ligga runt 2 procent i de flesta OECD-länder, samtidigt som statsobligationer är på historiskt låga nivåer – tyska 10-årsräntan har varit under 2 procent sedan september 2011. Eftersom statsräntor inte kan falla till under noll lutar ränterisken mer åt stigande räntor än det omvända, och möjligheten att skapa avkastning i reala termer blir allt svårare.

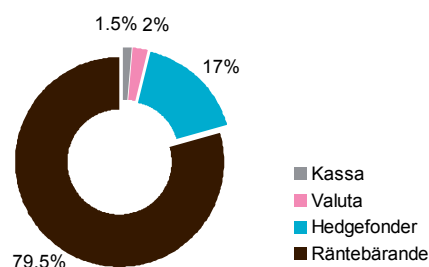
I ränteportföljen fortsätter vi därför att ha 35 procent i fria räntemandat, som har möjlighet att skapa avkastning även i miljöer med stigande räntor. High Yield-obligationer uppgår till knappa 4 procent, och strax under 6 procent utgörs av så

kallade Leveraged loans, som kan beskrivas som High Yield-obligationer, men med rörlig ränta, och som dessutom har säkerhet i företaget. Allokeringen till Emerging Markets (EM)-obligationer är alltså knappa 2 procent.

Hedgedelen, med tyngdpunkt på Multi-Strategy och Equity Market Neutral, fortsätter att skapa stabilitet i portföljen. Sedan november har vi investerat i en Credit L/S-förvaltare som kompletterar såväl hedgeportföljen som ränteportföljen med sin avkastningsprofil.

Valutadelen (2 procent av totalportföljen) är fortsatt positionerad mot vår bedömning att asiatiska valutor stärks mot den amerikanska dollarn. Det mer normala risksentimentet under december och januari fick valutor att åter röra sig utifrån fundamentala meriter, och valutaportföljen steg nästan 2,5 procent under de två månaderna.

Sammantaget anser vi att portföljen är välbalanserad inom sitt lågriskmandat. Risken finns främst i marknadens likviditetssituation som åter kan försämrats framöver. I grund och botten ska fundamenta styra igen och då återhämtar sig portföljen på det sätt vi sett under vintern. Målet och strategin står fast, och vi är för tillfället nöjda med vår allokering.



MODERN GROWTH

Sedan vi skrev senaste Investment Outlook i mitten av november 2011 har risktillgångar återhämtat sig signifikant. Oron för recession i Europa har inte avtagit, utan förklaringen är snarare att marknaden prisat in en mager tillväxt i Europa, och investerare har blivit "trötta" på att vara nedstämda. Vi ser två huvudsakliga faktorer till den starka utvecklingen på finansmarknaden, 1) amerikansk makrostatistik var bättre än analytikers förväntningar under december, och 2) Europeiska Centralbanken (ECB) erbjöd och fortsätter erbjuda treåriga billiga lån (Long Term Refinancing Operation, LTRO) till banker i obegränsad mängd.

Den första faktorn vittnar om att den amerikanska ekonomin kommer att fortsätta växa även under 2012, men vi bedömer nu att momentum i överraskningstakten börjat avta – konsumentförtroendet var något lägre, inköpsindex var positivt, men något lägre än väntat, svagare privatkonsumtion och på marginalen svag arbetsmarknadsstatistik för att nämna några. Risken att amerikanska makrodata kan komma att överraska negativt snarare än positivt har därför ökat.

Den andra faktorn, som vi ser som en indirekt "kvantitativ" lättnadsåtgärd, har klart minskat likviditetsrisken i banksystemet. Med minskad likviditetsrisk kan tillgångar återigen börja värderas på mer långsiktiga fundamentala grunder och marknader kan normaliseras. ECB ska genomföra en ny runda av LTRO mot slutet av februari, vilket sannolikt lättar på trycket ytterligare och kan stärka riskviljan.

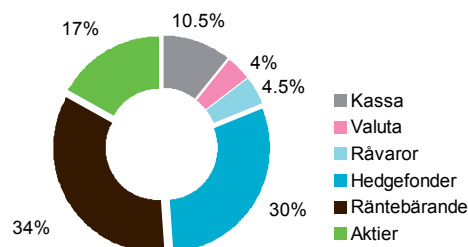
Även om likviditetsrisken har minskat kvarstår de fundamentala statsskuld- och förtroendeproblemen för eurozonen. Vi kommer inte att se någon lösning på ett bra tag framöver att döma av den politiska handlingstakten hittills. Vi kan därför inte utesluta att förnyad oro för eurozonen blossar upp under året – i skrivande stund har till exempel strålkastarna riktats mot Portugal.

Vi har inte gjort några dramatiska omallokeringar mellan tillgångsslagen under det senaste halvåret, vilket beror just på att de globala utsikterna inte förändrats mycket i våra ögon. Det sammanfaller också med att den politiska förändringsprocessen i Europa tar tid. Aktieportföljen är sedan september mer selektivt investerad mot Asien och Norden – de områden där vi ser bäst tillväxtpotential. Den totala aktieandelen har hela perioden legat runt 17 procent. I december stuvade vi om inom de globala mandatet i syfte att minska den strukturella exponeringen mot Europa. Efter förändringarna är aktiedelen något mer positionerad mot tillväxtaktier i USA och Asien, utan att den totala aktieexponeringen har förändrats. Facit för aktiedelen för december-januari blev en uppgång på nästan 7 procent med EM i täten.

Ränteportföljen steg cirka 5 procent under samma period, och inom den har vi fortsatt en exponering mot High Yield-obligationer, där vi ser högst riskjusterad avkastningspotential. Räntedifferensen mot statsobligationer steg markant under augusti-december i takt med att likviditets- och kreditrisken ökade i framför allt eurozonen, men har sedan dess återtagit sin fallande trend, vilket har gynnat portföljen. Även den amerikanska dollarn har under januari åter börjat försvagas mot EM-valutor, vilket gett skjuts åt Emerging Markets-obligationerna noterade i lokal valuta. Den svagare dollarn gynnade även valutadelen av portföljen, som steg cirka 2,5 procent.

Råvaror, som hade ett tufft fjolår, har fått en bättre start av 2012 (delportföljen steg 2 procent under perioden december-januari). Detta tillgångsslag, som innefattar allt från apelsinjuice till industrimetaller och guld, påverkas generellt på kort sikt av dollarutvecklingen, men på längre sikt av olika drivkrafter beroende på råvara. Sammantaget ser vi en modest uppgångspotential i vårt huvudscenario, men tillgångsslaget bidrar till diversifiering och inflationsskydd och skapar stabilitet i portföljen på sikt. Vi behåller vår femprocentiga position.

Hedgedelen uppgår fortsättningsvis till cirka 30 procent, med fokus på CTA (förvaltningsstrategier som bygger på matematiska modeller). Även om dessa strategier i dagsläget har en tendens att gå i motsatt riktning mot aktiemarknaderna, har de möjlighet att vända sina positioner när trender stabiliseras. Den senaste perioden har vi sett att våra CTA-förvaltare har tappat lite när marknaderna gått upp, men de har å andra sidan stigit mer kraftigt när marknaderna fallit – en egenskap som visade sig vara bra under 2011. Huruvida samma strategi kommer att vara gynnsam under 2012 är oklart, men vi anser att våra förvaltare är kapabla att anpassa sina strategier om den underliggande trenden ändras.



MODERN AGGRESSIVE

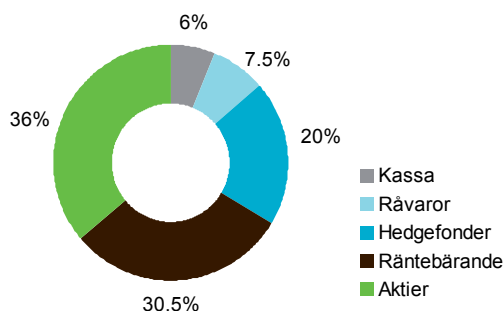
Investerares orosindikator mätt som volatilitetsindex, VIX, har sjunkit kraftigt från septembers nivåer runt 45 till dagens under 20 (i början av februari). Vi ser tendenser till att trenden med allt högre korrelation mellan och inom tillgångsslagen under 2011 börjar vända. Makrostatistik, främst från USA, fortsätter att vara på den positiva sidan med ledande indikatorer som signalerar fortsatt ekonomisk expansion. Ökad riskaptit, lägre korrelation mellan olika tillgångar och en något stabilare makrobild har fått risktillgångar att stiga sedan senaste Investment Outlook skrevs i mitten av november 2011.

Vi har inte gjort några dramatiska omallokeringar mellan tillgångsslagen under det senaste halvåret, vilket beror just på att de globala utsikterna inte förändrats mycket i våra ögon. Aktieportföljen är sedan september mer selektivt investerad mot Asien och Norden – de områden där vi ser bäst tillväxtpotential – och dessa positioner har varit orörda. Den totala aktieandelen har utgjort runt 36 procent av portföljen sedan dess. Precis som i Modern Growth stuvade vi i december om de globala mandaten i syfte att minska den strukturella exponeringen mot Europa. Efter förändringarna är aktiedelen något mer positionerad mot tillväxtaktier i USA och Asien, utan att den totala aktieexponeringen har förändrats. Facit för aktiedelen för december-januari blev en uppgång på nästan 7 procent med EM i täten.

Ränteportföljen steg nästan 5,5 procent under samma period. Vi har fortsatt en exponering mot High Yield-obligationer där vi ser högst riskjusterad avkastningspotential. Även amerikanska dollarn har sedan januari åter börjat försvagas mot EM-valutor, vilket gett skjuts åt Emerging Markets-obligationerna noterade i lokal valuta (cirka 5 procent).

Råvaror, som hade ett tufft fjolår, har fått en bättre start 2012 (delportföljen steg 2 procent under perioden december-januari). Detta tillgångsslag, som innefattar allt från apelsinjuice till industrimetaller och guld, påverkas generellt på kort sikt av dollarutvecklingen, men på längre sikt av olika drivkrafter beroende på råvara. Sammantaget ser vi en modest uppgångspotential i vårt huvudscenario, men tillgångsslaget bidrar till diversifiering och inflationsskydd och skapar stabilitet i portföljen på sikt. Vi behåller vår sjuprocentiga position.

Hedgedelen uppgår fortsättningsvis till cirka 20 procent, med fokus på CTA (förvaltningsstrategier som bygger på matematiska modeller). Även om dessa strategier i dagsläget har en tendens att gå i motsatt riktning mot aktiemarknaderna, har de möjlighet att vända sina positioner när trender stabiliseras. Den senaste perioden har vi sett att våra CTA-förvaltare har tappat lite när marknaderna gått upp, men de har å andra sidan stigit mer kraftigt när marknaderna fallit – en egenskap som visade sig vara bra under 2011. Huruvida samma strategi kommer att vara gynnsam under 2012 är oklart, men vi anser att våra förvaltare är kapabla att anpassa sina strategier om den underliggande trenden ändras.





Överraskningar kan vänta runt hörnet

- *Det finns många faktorer med makt att rubba vårt basscenario*
- *Vid överraskande hög tillväxt gynnas främst cykliska aktier, råvaror, EM Debt och High Yield*
- *Vid stegrad europeisk statsskuldskris drabbas inte minst väst- och östeuropeiska aktier, bankaktier och europeisk High Yield*

Strax över tröskeln till både 2011 och 2012 steg kurserna på aktier och andra risktillgångar snabbt. En annan parallell var ett sjunkande volatilitetsindex, VIX, till nivåer (17-18) under det historiska snittet – en spegling av minskad osäkerhet i finansmarknaderna, och stigande tillgångsvärden. I början av 2011 var främsta skälet till optimism en gradvis högre konjunktorell växel i världen, och i början av 2012 gladdes marknaderna åt överraskande bra ekonomisk statistik, inte minst i USA.

Det började på samma sätt

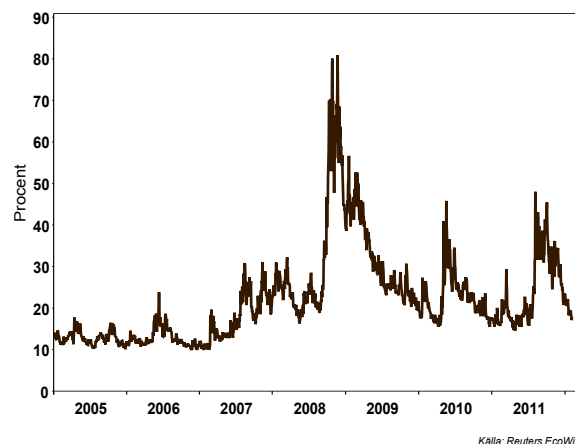
Finansåren 2011 och 2012 började således på likartat sätt. När det gäller fjolåret kom den inledande marknadsoptimismen på skam efter ett par månader. Främsta skälet var eskalerande social oro i Nordafrika och Mellanöstern (MENA). Som ett resultat ökade oron för störningar i oljeproduktionen, och oljepriset sköt skarpt i höjden. Det ökade inflationen i världen, varför konjunkturen påverkades negativt.

Nästa chock inträffade den 11 mars, när Japan drabbades av naturkatastrofen. Den ekonomiska följden blev ett brant fall i den japanska konjunkturen, och även stora störningar i leveranserna av insatsvaror från Japan till bland annat USA:s bilindustri.

Bekymmer staplades på varandra

Tillsammans kylde dessa händelser av världsekonomin, vilken under det andra och tredje kvartalet växlade ned med besked. Efter en sommarperiod med trots allt hygglig stämning i finansvärlden, kom i början av augusti en dramatisk försämring. Utlösande faktor var sänkningen av amerikanska statens kreditbetyg signerad Standard & Poor's. Vidare stegrades oron för

HISTORIEN UPPREPAR SIG



Såväl i början på 2011 som inledningsvis 2012 noterade volatilitetsindex (VIX) historiskt låga nivåer, vilket påvisade en ganska lugn och god stämning i de finansiella marknaderna. I fjol bröts denna efter ett par månader.

att USA skulle hamna i recession, och Kinas ekonomi hårdland. Som lök på oroslaxen trappades den europeiska statsskuldskrisen dramatiskt upp, med Grekland i epicentrum.

Konjunkturen och statsskuldskrisen styrde

Historien visar alltså att det som i första hand gjorde djupa marknadsavtryck i fjol var dels en markerad konjunkturförsvagning med åtföljande stegrad ekonomisk oro på grund av högre inflation i spåren av snabbt stigande råvarupriser samt den japanska naturkatastrofen, dels den eskalerande statsskuldskrisen i Europa, och även det faktum att flera länder i andra delar av världen drabbades av sänkta kreditbetyg, däribland USA.

Avslutningen på 2011 gick ändå i dur, när ett växande antal konjunkturindikatorer överraskade positivt – först i USA, och sedan på många andra håll i världen. I början på 2012 gjordes sedan även vissa framsteg i hanterandet av skuldsituationen i Europa, och sammantaget fick detta finansmarknaderna att se något mindre allvarligt på de finansiella riskerna.

Positivare avstamp nu än i höstas

Vårt basscenario för 2012 tar avstamp i att situationen för världsekonomin på senare tid har stabiliserats, och att risken för en global recession minskat. Att döma av vinterns många oväntat positiva makrosignaler finns också goda möjligheter till en gradvis förstärkt konjunktur under året. För det talar även en fortsatt ultralätt penningpolitik i tongivande industriländer parat med osedvanligt låga statsobligationsräntor. Givet detta scenario bedömer vi att avkastningen på olika finansiella tillgångar på ett års sikt utvecklas i enlighet med tabellen på sid 6.

Men vilka är då de risker och möjligheter som skulle kunna bädda för ett bättre alternativt ett sämre ekonomiskt scenario? Och hur skulle avkastningen på olika finansiella tillgångar då påverkas?

En balanserad riskbild

Trots att stora risker kvartstår ter sig den nu aktuella bilden för konjunkturen 2012 i OECD balanserad, efter att i höstas ha haft en tydligt negativ slagsida. Basscenarioet för OECD åsätts alltså 60 procents sannolikhet, medan de alternativa förloppen med överraskningar på upp- respektive nedsidan nu bägge anses ha 20 procents sannolikhet (i november var sannolikheterna 15% respektive 25%).

Listan med faktorer som har kraft att rubba basscenarioet och förändra avkastningsutsikterna i positiv eller negativ riktning kan göras lång, men följande faktorer torde ha särskild vikt:

- Konjunkturrella överraskningar skapade av "inre kraft"
- Europeiska statsskuldskrisens förlopp
- En återkomst för inflations- eller deflationsspelet
- Hanterandet av penning- och finanspolitiken
- Geopolitiska händelser
- Chocker som inte låter sig förutspås, "svarta svanar"

Konjunkturen har i grunden sin egen rytmik, och lämnad i fred kan den utvecklas i repetitiva cykler med uppgångar som sträcker sig under omkring 4-5 år och nedgångar som kan pågå något år. Likväl är konjunktorens "inre kraft" svår att spå. Inte så sällan börjar tillväxten i någon del av världen plötsligt att öka snabbare alternativt plötsligt bromsa in, utan att något viktigt i makromiljön egentligen tycks ha förändrats.

Ofta lämnas emellertid inte konjunkturen i fred. Den utsätts istället vanligtvis för en ständig påverkan av faktorer med såväl positiva som negativa förtecken.

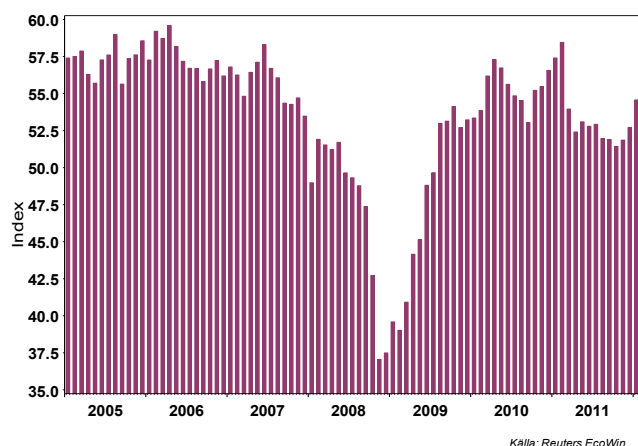
Statsskuldskris hämmar på flera sätt

En betydande del av 2011 dominerades av negativ konjunkturpåverkan från 1) ökad inflation som gröpte ur köpkraft hos hushållen, och 2) den europeiska statsskuldskrisen. Den senare hämmade tillväxten via två kanaler. Dels åtstramningar av offentliga budgetar, dels negativa finansmarknadsreaktioner, vilka sänkte stämningen bland hushåll och företag, med menliga effekter på konjunkturen som följd.

Majoriteten av prognosmakarna tycks för närvarande se störst möjlighet till positiva överraskningar i den amerikanska ekonomin, och störst sannolikhet för negativa överraskningar i statsskuldskrisernas Europa. Ett skäl är naturligtvis att de bägge faktorerna väger väldigt tungt, men ett annat kan vara att just dessa har dominerat analys- och mediabilden under de senaste månaderna – så sent som i augusti/september 2011 var dock oron stor för en recession i USA – och det är inte ovanligt att historiska skeenden extrapoleras in i framtiden. Men det innebär inte per automatik att dessa faktorer blir lika viktiga under 2012 som under 2011.

Prisförväntningar kan genomgå tvåra kast

Ökad inflation i spåren av kraftiga råvaruprisstegringar präglade fjolåret, något som i år – givet avsaknad av nya dramatiska prislyft på råvaror – torde följas av en betydligt lugnare



KONJUNKTUREN FÅR SÄLLAN VARA I FRED

Läroboksbilden av en konjunkturcykel brukar vara i form av en sinuskurva utan hack. Verkligheten ter sig dock en hel del annorlunda, i diagrammet visat av ryckigheten i JP Morgans globala inköpschefsindex. Bakgrunden till det är den återkommande förekomsten av både positiva och negativa faktorer med kraft att påverka ekonomin.

prisökningstakt i både OECD och Emerging Markets-sfären (EM). Lägre inflation gynnar hushållens köpkraft och därmed den privata konsumtionen, och baddar även för konjunkturbe-främjande räntesänkningar i de delar av världsekonomin där sänkingsutrymme finns, alltså främst i EM-länder.

Klart avtagande inflationstakt är förvisso huvudscenariot för 2012, men de senaste 3-4 åren visar att analytiker och marknader ibland kan ta ut svängarna ordentligt när det gäller förväntningarna på vad som ska ske med priserna. I samband med och en tid efter konjunktur- och finanskrisen 2008-första halvåret 2009, spred sig en påtaglig oro för deflation (allmänt fallande priser). Grogrunden utgjordes av historiska erfarenheter, vilka visade att ekonomiska kriser med fallande priser på finansiella tillgångar och fastigheter ibland har följts av en längre tids prisfall också på varor och tjänster.

Denna oro besannades dock inte, och redan mot slutet av 2010 gällde bekymren istället ökad inflation med näring från dels de väsentligt dyrare råvarorna, dels de massiva kvantitativa stimulanserna signerade främst amerikanska centralbanken Federal Reserve.

Under 2012 blir av allt att döma deflationsspöket kvar i sin garderob. Visserligen präglas många OECD-länder av hårdhänt skuldsanering, men mot det står utsikterna till stigande både konjunktur och finansiella tillgångspriser under det närmaste året. Inflationsspöket blir nog också kvar i sin garderob, eftersom lönekostnaderna utvecklas i fortsatt mycket lugn takt i OECD, och gott om ledig produktionskapacitet i företagen samt försiktiga banker utesluter en monetärt påeldad inflation.

PRISER OCH PRISTRO - NOTORISKA HOPPIERKOR



Källa: Reuters EcoWin

Konsumentprissvängningarna i OECD (diagram) har varit påtagligt stora på senare år, vilket bidragit till att också förväntningarna om vart priserna är på väg har skiftat betydligt. Under 2008 stegrades inflationsoron, 2009 var risken för deflation det stora samtalsämnet, och hösten 2010 var faran för inflation åter på tapeten.

Ekonomisk-politiska överraskningar är vanliga

Den ekonomiska politiken bjuder ofta på överraskningar. Exempelvis förutsåg ingen av 63 tillfrågade ränteanalytiker den första brasilianska räntesänkningen under 2011, och Europeiska Centralbankens massiva likviditetsstöd till europeiska banker i december var heller inte helt väntat. Sedan hösten 2008 – efter Lehman Brothers kollaps – har också många centralbanker tvingats att ta till okonventionella metoder (kvantitativa åtgärder = främst obligationsköp) i sin politik när krutet i räntevapnen mer eller mindre förbrukats. Men effekterna av dessa nya penningpolitiska grepp på konjunkturer, de finansiella systemen och prisbildningen är långt ifrån klarlagda.

En annan osäkerhet gäller hur mycket underskottsländer bör strama åt sin finanspolitik med hänsyn till å ena sidan mycket svaga ekonomier och utbredd social oro, och å andra sidan de krav som långgivare och internationella institutioner ställer.

Nyckelfrågan är hur den finanspolitiska åtstramningsdos ser ut, som sammantaget inte drabbar världskonjunkturer för mycket – en aspekt som betonats av inte minst Internationella Valutafonden (IMF) – och samtidigt finner långgivares gillande, och därmed leder till lägre räntor liksom mindre stress för de hårt skuldsatta länderna.

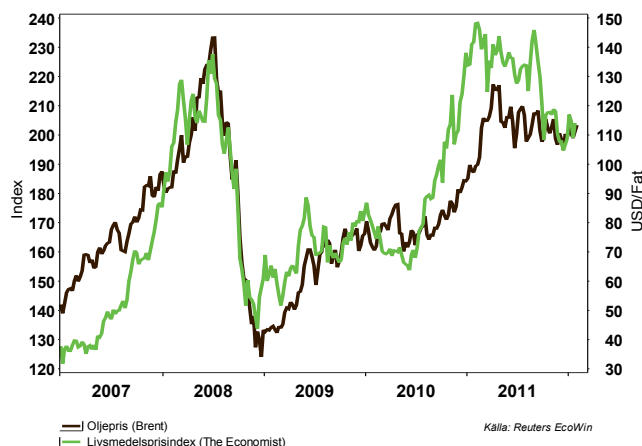
Ingen vet, och därför torde resultaten av den ekonomiska politiken i OECD-området komma att överraska analytiker och marknader också under 2012. Sådana surpriser kan även inträffa i EM-sfären, i form av exempelvis oväntat snabba räntesänkningar på bred front, alternativt ett betydligt försiktigare användande av räntevapnen än det som ligger i dagens förväntansbild.

Den geopolitiska världen - en politisk stormarknad

Den geopolitiska världen rymmer mycket, och har också stor kapacitet att överraska. Ett givet exempel är den sociala revolten i MENA – katalyserad av en "svart svan" i förklädnad av den nyckfulla väderflickan La Niña – som bland annat fällt totalitära regimer, omfördelat makt och ritat om politiska kartor. Även maktskiftet i Nordkorea nyligen kan här tjäna som exempel.

Under 2012 skulle spänningarna mellan Iran och västvärlden med USA och Israel i spetsen kunna spela en central roll, särskilt om oro för oljeproduktion liksom oljeleveranser leder till betydligt dyrare olja. Även vad som händer med Assadregimen i Syrien finns nu högt upp på årets geopolitiska agenda. Händelserna där har också bäring på stormaktspolitik, speglar i Kinas och Rysslands veto i FN mot Säkerhetsrådets skarpa resolution mot Syrien.

Till det geopolitiska i år kan likaså inräknas allmänna val i länder som troligen får stor betydelse även utanför landets egna gränser, exempelvis i Frankrike, Grekland och USA.



SVART SVAN MED DUBBEL RÅVARUMAKT

Början av 2011 präglades av stor social oro i Nordafrika och Mellanöstern. Denna utlöstes av människors reaktioner i spåren av kraftigt stigande livsmedelspriser. Bakom de högre priserna på livsmedel låg brant fallande utbud på grund av väderfenomenet La Niña – en "svart svan" – som under senare delen av 2010 gav torka och bränder i vissa delar av världen, och massivt regn och översvämningar på andra håll. Resultatet av de stegrade sociala oroligheterna blev växande bekymmer för störningar i oljeproduktionen, varför oljepriset sköt skarpt i höjden.

Svarta svanar med stor makt att påverka

Beträffande de svarta svanarna ska ju dessa per definition inte vara möjliga att förutse eller upptäcka, illustrerat av den dramatiska väderleken under 2010 och jordbävningen med åtföljande tsunami i Japan 2011. Med tanke på storleken av de potentiella ekonomiska och finansiella effekterna, platsar hur som helst dessa svårfunna svarta svanar på listan över faktorer med makt att påverka konjunkturen och tillgångars avkastning.

Avkastning i positivare alternativscenariot...

Hur skulle då avkastningen på finansiella tillgångar påverkas i det positivare alternativscenariot för 2012, iscensatt av överraskande hög ekonomisk tillväxt både i USA och globalt?

I detta scenario torde marknaderna också – allt annat lika – se lite mindre bekymmersamt på de statsfinansiella problemen, eftersom högre tillväxt underlättar många länders tuffa skuldsaneringar.

Jämfört med i vårt basscenariot torde aktier generellt ge en högre avkastning, med särskilda fördelar för cykliska bolag, och kanske banker. Geografiskt gynnas USA, Norden samt Asien exklusive Japan och Latinamerika. Östeuropeiska aktier skulle nog få en klart större positiv hävstång i ett scenario med betydande framsteg i hanterandet av de statsfinansiella problemen i Västeuropa.

Avkastningen på råvaror, inte minst industrimetaller som koppar, och råvaruvalutor skulle bli högre än i basscenariot – ryska aktier borde gå bättre än östeuropeiska snittet – och Emerging Markets Debt skulle tillhöra vinnarna. Även High Yield och andra företagsobligationer får här klara fördelar. Bland förlorarna återfinns statsobligationer i OECD:s kärnländer, troligen även slagna av statspapper i Europas problem-länder.

...avkastning i negativare alternativscenariot

Slutligen, vad skulle ske med avkastningen på finansiella tillgångar i det negativare alternativscenariot för 2012, präglad av recession i såväl OECD som globalt, och triggat av i första hand en eskalerande statsfinansiell kris i Europa?

Aktier skulle generellt präglas av kursfall, med största ned-siderisker för finansaktier. Geografiskt skulle Västeuropa drabbas mest, följt av Östeuropa. Företagsobligationer – inte minst europeiska High Yield – får ett förlorat år, tillsammans med sydeuropeiska statsobligationer. Flertalet råvaror och råvaruvalutor faller i värde, liksom inte minst euron och östeuropeiska valutor.

Bland vinnarna torde återfinnas statsobligationer i länder som USA, Storbritannien, Norge och Sverige, samt i valutavärlden USD och JPY (CHF platsar inte här om den förblir peggad till EUR). Fastigheter kan eventuellt uppfattas som en någorlunda trygg adress, och guld skulle förmodligen locka många oroliga placerare – trots mångdubbelt större risk för deflation än inflation i det här scenariot.



Att gardera sig mot en eurokollaps

- *En kollaps för euron skulle leda till en djup recession*
- *Reaktionen på kapitalmarknaden mer dramatisk än efter Lehmankraschen*
- *Ett portföljskydd kan förhindra en kraftigt negativ utveckling*

I takt med att skuldkrisen i Sydeuropa förvärras och sprickor i eurosamarbetet blir allt djupare har eurons existens börjat ifrågasättas. För ett par år sedan var det otänkbart att ett land kunde överge euron, men idag förs en öppen diskussion på temat. Trots att vårt huvudscenari är att euron förblir intakt och att inga euroländer lämnar samarbetet, är det värt att begrunda möjliga effekter av en eventuell eurokollaps. I denna temaartikel försöker vi dels förutse hur olika tillgångspriser kan komma att utvecklas, dels hur investerare kan skydda sig om eurosamarbetet luckras upp.

Ett utfall värre än Lehmankraschen

Av allt att döma borde en eurokollaps medföra en finansiell och ekonomisk hårdsmälta av större dignitet än då den amerikanska investmentbanken Lehman Brothers kraschade hösten 2008. Överraskningsmomentet var totalt när amerikanska myndigheter, efter att ha räddat flera andra finansiella institut som balanserade på ruinens brant, valde att inte rädda Lehman Brothers. Rädslan bland de finansiella aktörerna spred sig som en löpeld och det finansiella systemet slog knut på sig självt, då ingen ville riskera att sitta med Svarte Petter. Likviditet samlades på hög istället för att flyta likt olja i det finansiella maskineriet. Som ett brev på posten började även de realekonomiska kugghjulen att gnissla, när finansieringen till företag och hushåll hölls inne.

Eurosamarbetet befinner sig idag i en allvarlig kris och spänningarna mellan länder, politiker och väljare är stora. Om politikernas försök att navigera eurosutan misslyckas, finns det risk för att valutan inte överlever i dagens form. De tänkbara utfallen är många och de får vitt skilda marknadsimplikationer. Ett utfall av mer lindrig karaktär är om ett av de mest krisdrab-

bade länderna skulle överge euron och konvertera till en egen valuta. Men även ett sådant scenario skulle medföra stora påfrestningar på det finansiella systemet. Det kan även leda till en osäkerhet på marknaden på temat "vem står näst på tur?". Landet som lämnar eurozonen skulle förvisso förbättra sin konkurrenskraft, då värdet på den egna valutan skulle stå klart lägre i kurs än euron, men det är ingen lösning på europroblematiken. Landet i fråga tvingas ändå genomföra tuffa reformer och kvarvarande euroländer måste fortsätta jobba mot ökat samarbete och i förlängningen en politisk och fiskal union. Överraskningsmomentet på marknaden skulle dock vid detta utfall vara klart mindre än om hela eurosamarbetet upplöses.

Ett beslut om fullständig upplösning av valutaunionen skulle vara oväntat och skulle ge marknaden en rejäl kalldusch. Överraskningsmomentet är en nödvändighet eftersom alternativet, att i förväg annonsera ett framtida datum, omedelbart skulle ge upphov till enorma kapitalflöden bort från svaga länder och banker till starka diton. Dessa flöden skulle orsaka en finansiell hårdsmälta, omöjlig att kontrollera. Men även om uppbrottsbeslutet hålls hemligt till sista stund, lär de ekonomiska följderna bli fatala.

En upplösning av eurosamarbetet och en konvertering till 17 nya växelkurser är långt ifrån en oproblematisk övning, särskilt när det måste ske snabbt och förmodligen i ett klimat med stor finansiell osäkerhet. Banker lär inta en mycket försiktig hållning vid utlåning till både företag och hushåll, tills man vet var riskerna finns. Lehmankollapsen har lärt oss att riskidentifiering tar tid. För att inte behöva förlita sig på ett bräckligt banksystem, lär företag fylla på kassorna och hushållen lär hålla betydligt hårdare i plånboken. Kombinationen av likviditetstorka samt tvärnit för företagsinvesteringar och privatkonsumtion skulle resultera i en ekonomisk förlamning av stora mått. Den "före detta" eurozonen skulle inte kunna undvika en djup recession och nedgången skulle även sätta stora avtryck i den globala konjunkturen.

Tillgångsslagens beteende

Vad kan vi då förvänta oss av marknaden i detta mardrömsscenario? Generellt utvecklas mer riskfyllda och mindre likvida

tillgångar allra sämst i ett stressat marknadsklimat. Aktier och råvaror är typiska risktillgångar som tillhör de större förlorarna. På aktiemarknaden är det generellt också så att mindre marknader tar mer stryk än de större, därför klarar sig exempelvis den amerikanska aktiemarknaden oftast bättre än aktiemarknaderna i Norden och Emerging Markets vid en börskrasch.

På råvarumarknaden är det vanligtvis de cykliska råvarorna, olja och industrimetaller, som noterar störst prisfall vid en börskrasch. Jordbrukspriserna är betydligt mindre känsliga för förändringar i ekonomin och drabbas därför inte i samma utsträckning. Ädelmetallspriser är dock lite knepigare. Guld ses ofta som en placering med "trygg hamn-status", men vid extrema störningar på finansmarknaderna, vilket en eurokollaps skulle medföra, är det mer tveksamt om guldet håller emot.

Obligationsmarknaden är betydligt mer diversifierad. Generellt stärks statsobligationsmarknaden när ekonomin går in i en lågkonjunktur samtidigt som företagsobligationer tappar i värde. Sämst utvecklas företagsobligationer i High Yield-segmentet (företag med låg kreditvärdighet). Det mindre riskfyllda Investment Grade-segmentet brukar dock klara sig bättre, men tappar också i värde när riskviljan försämras.

På valutamarknaden är det de mest likvida valutorna som klarar sig bäst när riskaptiten lyser med sin frånvaro. Den amerikanska dollarn (USD), den japanska yenen (JPY) och den schweiziska francen (CHF) brukar vinna mark i orostider. CHF är dock för närvarande peggad till EUR. Mindre och konjunkturkänsliga valutor, som den svenska eller norska kronan, tar däremot ofta mycket stryk när riskviljan dalar.

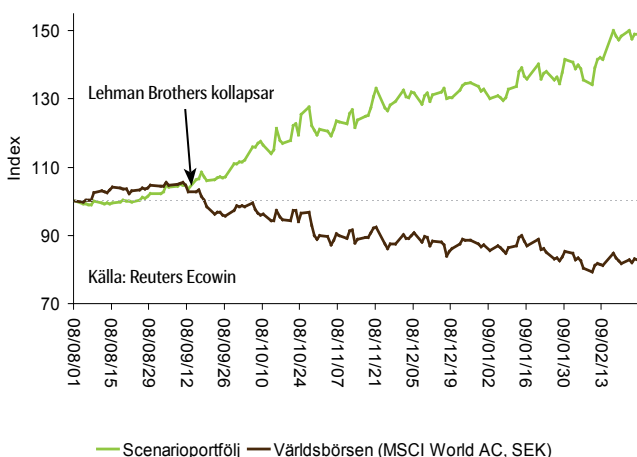
Hur skyddar man sig mot en eventuell eurokollaps?

Om vi nu utgår ifrån att det finns en viss risk för att en eurokollaps inträffar, och vi antar att detta i så fall får ödesdigra effekter på finansmarknaden. Vad kan vi då göra för att skydda oss mot detta?

Ett sätt är att skapa en portfölj med tillgångar som brukar kunna stå emot väl i orostider. Portföljen kan utgöra en viss procent av det totala placeringskapitalet, där resterande delar investeras med hänsyn taget till den egna riskviljan. Allokeringsförhållandet mellan olika delar styrs av hur stor sannolikheten för en eurokollaps bedöms vara.

För att hitta lämpliga innehav till en portfölj med skyddande karaktär i ett negativt scenario har vi, ur ett svenskt investerarperspektiv, valt att se tillbaka på hur finansmarknaden utvecklades under finanskrisen 2008. Det leder oss till slutsatsen att man bör äga amerikanska dollar, japanska yen, schweiziska franc eller guld. Säkrast är sannolikt att ha en diversifierad portfölj av alla dessa tillgångar för att minimera riskerna. Vad en eurokollaps faktisk skulle innebära, hur politiker väljer att tackla scenariot och vad marknaden diskonterar är tre faktorer vi till fullo inte kan förutse, och som skulle komma att påverka utvecklingen.

Om vi som en illustration skapar en likaviktad "scenarioportfölj" av de nämnda tillgångarna (USD, JPY, CHF och guld) och studerar utvecklingen från den 1:a augusti 2008 till den 27:e februari 2009, visar det sig att när den globala aktiemarknaden, MSCI AC World (i svenska kronor), föll 18 procent steg scenarioportföljen hela 56 procent.

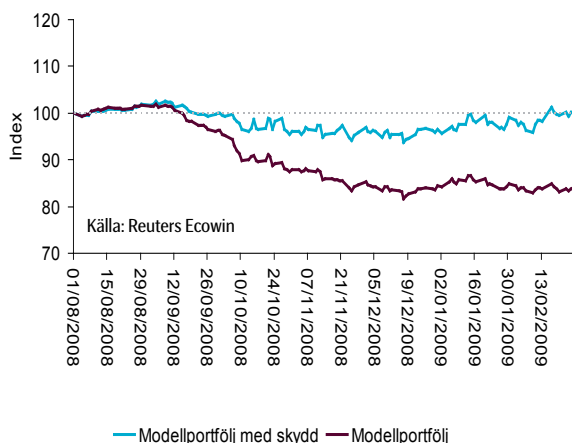


STARK UTVECKLING FÖR "SCENARIOPORTFÖLJEN" EFTER LEHMAN BROTHERS KOLLAPS

En likaviktad portfölj bestående av amerikanska dollar, japanska yen, schweiziska franc samt guld steg, under perioden 1:a augusti 2008 till 27:e februari 2009, 56 procent mätt i svenska kronor. Under samma period föll den globala aktiemarknaden 18 procent.

Vi tittar nu på en "modellportfölj" och utgår ifrån att vi ligger neutralt allokerade. Portföljen är i dagsläget då typiskt allokerad med 30 procent globala aktier, 25 procent räntebärande papper med en övervikt av företagsobligationer samt 45 procent alternativa investeringar (fördelade 20% hedgefonder, 10% råvaror, 5% Private Equity, 5% fastigheter och 5% valutor). En sådan portfölj tappade omkring 17 procent av sitt värde under den observerade perioden. Hade vi vid tillfället valt att skydda portföljen genom att allokera 25 procent av kapitalet till den nämnda scenarioportföljen hade den totala portföljens utveckling istället varit oförändrad efter börskraschen.

ETT SKYDD I PORTFÖLJEN KAN FÖRHINDRA EN KRAFTIGT NEGATIV UTVECKLING



Lehmankraschen innebar en kraftigt negativ utveckling för den nämnda modellportföljen. Hade man vid tillfället valt att skydda modellportföljen med en 25-procentig allokering till den likaviktade portföljen (scenarioportföljen) bestående av amerikanska dollar, japanska yen, schweiziska franc samt guld hade den negativa utvecklingen förhindrats.

Vad kostar det att gardera sig?

Med hjälp av en allokering till vår scenarioportfölj lyckas vi alltså förhindra en kraftigt negativ utveckling av vår modellportfölj. Vad är då kostnaden för detta skydd? Eller med andra ord, hur utvecklas scenarioportföljen i ett mer positivt marknadsklimat?

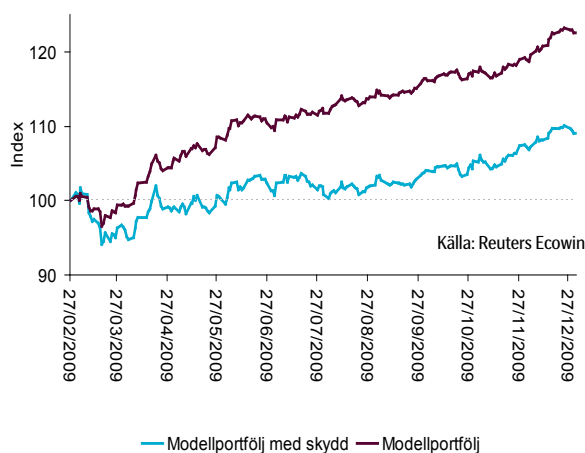
Rimligtvis bör ett mer positivt marknadsklimat medföra ökad riskaptit, vilket generellt sett borde få såväl USD som guldpriset att falla. Guld har dock varit en tillgång som under senare år utvecklats starkt såväl i konjunkturell motgång som i medgång. Av den anledningen är det idag väldigt svårt att sätta riktningen för guldpriset i ett ljusare scenario. Troligt är att den katalysator som stärker ekonomin också blir avgörande för vart guldpriset tar vägen.

Vi gör ett försök att estimerar kostnaden för skyddet genom att studera de olika portföljerna i ett betydligt bättre marknadsklimat. 2010 var ett år som erbjöd hygglig avkastning för

de flesta risktillgångar. Vi studerar därför modellportföljens utveckling från 1 januari 2010 till 31 december 2010. Vi utför därefter samma övning som tidigare och allokera 25 procent av portföljvärdet mot scenarioportföljen och behåller 75 procent i modellportföljen. Skyddet visade sig i det här fallet inte kosta mer än 0,5 procent i förlorad avkastning där modellportföljen hade en utveckling på 8,5 procent samtidigt som den skyddade modellportföljen avkastade 8 procent. En stor anledning till att kostnaden inte blev större var det faktum att guldets utvecklades förvånansvärt bra (+21% mätt i svenska kronor) i det positiva marknadsklimat vi såg under 2010. Om guldpriset skulle utvecklas lika starkt i glatt marknadshumör idag kan man spekulera i, men man ska nog akta sig för att räkna med det.

Skulle utvecklingen bli bättre än 2010, säg lika bra som mellan 1:a mars 2009 till 31:a december 2009, går vi miste om hela 14 procent i avkastning med ett skydd och får en portföljutveckling på 9 procent istället för 23 procent. Att vi skulle få uppleva ett börsrally likt det vi såg 2009 är nog inte det mest troliga i dagsläget. Studien ger dock en känsla av hur stor kostnaden för detta föreslagna skydd skulle kunna tänkas bli.

VID BÖRSRALLY KAN KOSTNADEN FÖR SKYDDET BLI HÖGT



Under börsrallyt mellan den 1:a mars 2009 och 31:a december 2009 steg modellportföljen 23 procent i värde. Om man under den här perioden hade allokert 25 procent av kapitalet till den nämnda scenarioportföljen hade utvecklingen för den totala portföljen istället landat på 9 procent.

Är det då vettigt att ha detta skydd i sin portfölj? Svaret på den frågan är väldigt individuellt och beror i grund och botten på vilken risk man som placerare är villig att ta. Har man som placerare en lång investeringshorisont och känner att tanken på en eventuell eurokollaps inte direkt håller en sömnlös om nätterna kan man troligtvis leva utan detta skydd. Är situationen det motsatta ska man nog fundera en extra gång på hur man på ett lämpligt sätt ser till att skydda sig mot det värsta tänkbara scenariot.



Börsrallyts för- och nackdelar i början av 2012

- *Aktiemarknadernas starka utveckling inledningsvis i år – en tjuvstart?*
- *ECB erbjuder obegränsat med lån till europeiska banker*
- *Ekonomierna i väst måste balansera mellan åtstramning och stimulans*

I vår rådgivning kring kapitalplaceringar väger vi alltid framtida potentiell avkastning mot kapitalbevarande. Marknaderna har varit volatila då saker som tillväxten i USA, skuldkrisen i Europa och risken för en hårdlandning i Kina har oroat investerarkollektivet. Vi anser att senaste tidens händelser och rörelsemönster mycket väl kan upprepas, och någon tydlig trend för aktiemarknaden är svår att se.

2012 kan komma att bringa lite klarhet i vart aktiemarknaderna är på väg, men då senaste dryga månadens börsrally skett trots fortsatt stor osäkerhet behåller vi vår något försiktiga inställning till tillgångsslaget aktier.

Aktiemarknaderna har startat året positivt. Bäst har utvecklingen varit för BRIC-länderna, med Indien i spetsen (+11% sedan årsskiftet), följt av Brasilien och Kina (+9 respektive +8%). USA ser ut att fortsätta det rally som påbörjades i december i fjol, och är hittills i år upp 5 procent, medan Europa, Japan och Ryssland är eftersläntrare. Men även dessa marknader visar positiv utveckling i spannet 3-5 procent upp sedan årsskiftet.

I eurozonen är skillnaderna mellan olika länder påtagliga. Tyskland har redovisat en stabil utveckling och Frankfurtbörsen är upp 7 procent sedan årsskiftet, medan problemtyngda Portugal och Spanien båda redovisar negativa siffror för perioden.

Sektormässigt har "risk on"-sentimentet på sistone resulterat i att flödena främst gått till fjolårets förlorare, så som banker och finansinstitut. Hittills i år har dessa grupper (enligt breda EuroStoxx Index) stigit närmare 10 procent, medan historiskt defensiva sektorer som telekom och hälsovård levererat negativ performance under inledningen av året.

Rådande marknadsläge är en dragkamp mellan ett antal positiva drivkrafter, som funnits ett tag, och ett antal långsiktigt negativa (som exempelvis västvärldens statsskuldproblematik), och även varningssignaler från mer kortsiktiga indikatorer.

Positiva	Negativa
Värderingar	Skuldsättning och brist på tillväxt
Låga räntor gynnar aktiemarknaden	Bankernas balansräkningar
Medvetenheten hos centralbanker och politiker	Volatiliteten redan på låga nivåer
Företagens starka balansräkningar	För positiva sentimentsindikatorer

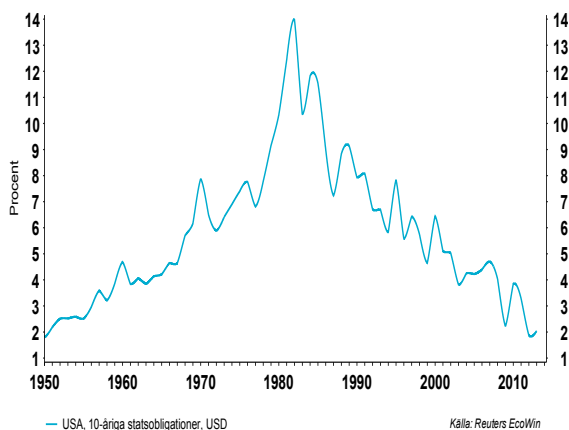
Värdering: Som vi påtalat i flera tidigare utgåvor av Investment Outlook, är aktiemarknaden relativt "billig" i ett historiskt perspektiv. Både P/E-tal och P/BV-tal visar att merparten av alla aktiemarknader är värderade väl under det historiska snitt, med en tydlig potential till uppvärderingar.

Index	P/E 2011	P/E 2012E	P/E 10-års median	P/BV 2011	P/BV 2012E	P/BV 10-års median
S&P 500	13,2	12,8	17,9	2,01	1,98	2,72
Tyskland	10,2	10,7	17,6	1,22	1,29	1,59
Sverige	11,0	13,1	16,0	1,72	1,85	2,57
Finland	12,8	14,9	16,4	1,31	1,46	2,30
Norge	10,7	10,1	11,9	1,30	1,28	1,60
Danmark	15,8	14,4	14,8	1,67	1,72	2,13

Alla nordiska nyckeltal är baserade på aggregerade tal (market cap) för SEB Enskildas nordiska aktieunivers.

Låg räntor gynnar aktier: I en finansmarknad där det skriks efter avkastning, rasar avkastningen på vad som har varit (och i viss mån fortfarande är) en av de mest riskfria investeringarna som finns, amerikanska statsobligationer. Detta är något som i sig uppmuntrar investerare att ta mer risk i jakten på avkastning, och den jakten går via ökad exponering mot aktier.

AMERIKANSKA STATSOBLIGATIONS RÄNTOR PÅ HISTORISKT LÅGA NIVÅER



Den extremt låga direktavkastning som den amerikanska statsobligationsmarknaden erbjuder uppmuntrar investerare att ta mer risk i jakten på avkastning. Den jakten går delvis via ökad exponering mot aktier.

Centralbanker och politiker har gradvis flyttat den europeiska krisen högre upp på sina agendor. De har nu dedikerat tid och resurser i ett försök att hitta lösningar, skapa politisk stabilitet och få den ekonomiska tillväxten tillbaka till regionen. Medvetenheten om allvaret i krisen och de tänkbara implikationer den kan få verkar hög bland de politiska ledarna runt om i Europa. Det innebär förvisso inte att allting kommer att lösas på ett ordnat sätt, men det är rimligt att konstatera att ledarna åtminstone visar på både engagemang och delaktighet, och att de kraftfullt tar itu med problemen.

Företagens balansräkningar är, i viss mån, i bättre skick än under finanskrisen 2008. För amerikanska företag (finanssektorn undantaget) är kassan som procent av totala tillgångar (för närvarande 6 procent) på de högsta nivåerna sedan 1950-talet, efter att ha bottnat på omkring 3 procent i början av 1980-talet. Värt att notera är dock att förhållandet mellan den totala skulden och de totala tillgångarna bara har sjunkit till strax under 50 procent. Toppen på 56 procent kom i efterdyningarna av den finansiella krisen.

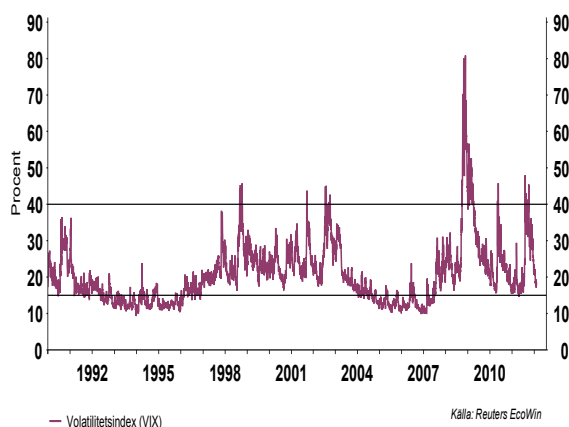
Skuldsättning och brist på tillväxt: En faktor som bidrar till en mer negativ syn på aktier är de massiva statsskulder som länder i västvärlden uppvisar. Statsskuldernas storlek kräver inte bara en hårdare budgetdisciplin, utan ännu allvarigare är kanske att skulderna förhindrar enskilda länder att agera kontra-cykliskt för att på så sätt stimulera framtida ekonomisk

tillväxt. Situationen är allvarlig för flera europeiska länder, och även om emissionerna av statsobligationer under januari löpte enligt plan, kvarstår vissa risker. Närmare 50 procent av de italienska skulder som löper ut under 2012 gör det under de fyra första månaderna. Tioårsräntorna i Italien och Spanien handlas för närvarande till 6,10 respektive 4,75 procent, medan Portugals tioårsränta steg från 11,8 till 14,5 procent under de två sista veckorna i januari.

Europeiska banker är inte i något vidare skick, och de har temporärt räddats av Europeiska Centralbanken, ECB, genom aktionen med obegränsade 3-årslån till låg ränta, även kallat Long Term Refinancing Operation (LTRO). Efterfrågan i första tranchen i december i fjol uppgick till 490 miljarder euro, klart mer än förväntat. Frankrikes premiärminister klargjorde att det nu är upp till bankerna att ta sitt ansvar och använda lånen till att stötta sina regeringar (köpa statsobligationer). Problemet är givetvis att det lånade kapitalet inte kommer från någon ny källa, utan bör ses som ett extra "nödlån" från en tidigare långgivare. Finansiella institutioner i USA, asiatiska regeringar och statliga investeringsfonder har blivit mer restriktiva med att låna ut pengar till europeiska banker, allt medan skuldskrisen fortgår. Implikationerna blir att lånen från LTRO i stor utsträckning stannar i bankernas egna balansräkningar, snarare än att lånas ut till företagssektorn för att på så sätt underlätta investeringar och stimulera tillväxten.

Volatilitet mäts med volatilitetsindex, VIX, som ofta kallas "fear index". VIX ses som ett mått på investerarens riskvilja, och har historiskt handlats mellan 15 och höga 40. Sedan toppen på 48 under fjolårets börsturbulens, har index fallit i stadig takt och ligger för närvarande runt 18 (i början av februari).

VIX INDIKERAR KRAFTIGT TILLTAGANDE RISKVILJA

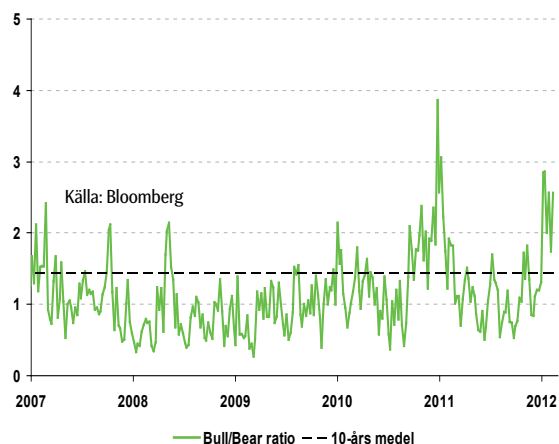


Sedan fjolårets börsturbulens har riskaptiten på marknaden tilltagit. Detta reflekteras inte minst av det fall vi sett i volatilitetsindex, VIX, som rasat från en toppnotering på 48 i höstas till en nivå omkring 18 i början av februari.

Detta är givetvis en indikation på att investerare är mindre bekymrade nu än för ett halvår sedan, men vi befarar att dessa nivåer är för låga, och att investerare just nu inte tar riskerna på tillräckligt allvar. Som grafen på föregående sida visar visar har nuvarande nivåer alldeles för ofta utgjort en vändpunkt i marknadssentimentet.

Sentimentsindikationer är för positiva: I kölvattnet av de låga VIX-nivåerna har andelen positiva investerare i förhållande till de negativa (Bulls/Bears ratio) stigit dramatiskt under januari. Tydligt är att investerare andas positivism under inledningen av 2012 och att de hyser hopp om en lösning på eurokrisen, fortsatta positiva signaler från amerikansk ekonomi och en mjuklandning i Kina. Vi befarar att indikatorerna ovan visar på att aktörer prisar in ett alltför positivt scenario.

MÅNGA INVESTERARE FÖRVÄNTAR SIG EN FORTSATT BÖRSUPPGÅNG



Andelen positivt inställda investerare har stigit kraftigt under inledningen av 2012. Det indikerar höjda förväntningar och att allt fler aktörer prisar in ett betydligt mer positivt scenario framöver.

När vi väger samman de negativa och positiva faktorerna hamnar vi i slutsatsen att det finns goda förutsättningar för aktiemarknaden, men att de senaste månadernas börsrally medfört att mycket positivt redan är inkluderat i dagens kurser. Börsåret 2012 har god potential att avsluta året klart över nollstrecket, men investerare skall förbereda sig på en skakig resa.

Vår börsmodell för landallokering

Den akuta situationen i eurozonen har stillats något, varför även andra faktorer än skuldkrisen har börjat sätta avtryck i tillgångspriserna. De senaste månadernas stigande aktiekurser kan exempelvis till väsentlig del tillskrivas överraskande stark ekonomisk utveckling både i USA och i Kina. Som ett stående inslag i Investment Outlook har vi redovisat vår börsmodell för allokering mellan olika länder/regioner. I och med att eurokrisen inte längre överskuggar alla andra faktorer kan

modellen bli en bra vägvisare vid regionallokering. Som alltid är det dock viktigt att betona att en modell alltid är en kraftig förenkling av verkligheten. Modellen skall ses som ett verktyg att förklara hur vi ser på olika marknader och vad vi tror kommer att driva dessa.

Det är inte så mycket som har ändrats i vår syn på marknaden jämfört med förra utgåvan av Investment Outlook (29 november 2011). Därför anser vi att det är samma faktorer som tidigare som har möjlighet att driva börsen ur ett landperspektiv. Dessa är **BNP-tillväxt, penningpolitik, finanspolitik, finansiell stabilitet, värdering och valuta**. Varje faktor poängsätts utifrån positivt respektive negativt bidrag till börsen i varje land, och poängskalan sträcker sig från -3 till +3.

Kina och Norden kvar i toppen

Kina samlar även denna gång ihop flest poäng i modellen. Mycket av Kinas attribut stämmer även in på Asien i stort. Den höga tillväxten i regionen är ingen hemlighet. Men i en tid då den globala tillväxten är under historisk trend lär investerare i ökad utsträckning ta fasta på det stora tillväxtgap som råder mellan Asien och Developed Markets (DM).

Till följd av fallande matpriser har det tidigare höga inflationstrycket i Asien lättat, och det lär gynna börserna på flera sätt. Dels ökar hushållens köpkraft, särskilt då matkostnader i regel står för en stor del av de asiatiska hushållens totala konsumtion. Dels skapas förutsättningar att föra en mer expansiv penningpolitik. Medan styrräntorna i väst redan parkerats vid nollstrecket är räntevapnen i öst fulladdat. Om den ekonomiska aktiviteten dalar i önskad utsträckning kan Kina även flexa med enorma finansiella muskler. För faktorn finansiell stabilitet får landet full pott. Handelsöverskottet är världens största och statsskulden är låg. Det finns även mycket som talar för starkare Asienvalutor på sikt (se valutaavsnittet).

Norden och Ryssland faller också väl ut i modellen och på många plan finns det likheter med Asien och Kina. I tillväxttal är det svårt att konkurrera, men den finansiella hälsan är god och det finns utrymme att anamma en mer stimulerande finans- och penningpolitik. En annan likhet är att börserna i dessa länder hade en svag utveckling under 2011. Enligt oss har dessa marknader tagit omotiverat mycket stryk. En orsak till den svaga utvecklingen är att investerare fortfarande ser på EM-sfären och Norden som marknader i periferin, vilka man ogärna investerar i då det blåser snålt. I år har dock dessa börser gjort comeback, men det finns fortfarande en riskpremie för små börser som successivt bör minska.

Sydeuropa är inte värt risken

Eurozonen har befäst sin bottenplacering enligt modellens ranking. Regionen skrapar ihop pluspoäng på att börserna är billiga ur ett värderingsperspektiv, samt att penningpolitiken kan anses vara synnerligen expansiv. ECB försåg nyligen cirka 500 banker med närmare 500 miljarder euro, vilket underlät-

tar bankernas refinansieringsbehov och gör att marknaden kan skriva av risken för likviditetsbrist i banksystemet. I övrigt är det dock mycket som fortfarande tynger eurozonen. Kurvorna fortsätter att gå åt fel håll för ekonomierna i Sydeuropa och vår bild av ett Euroland som går mot en mild recession kvarstår. Det största osäkerhetsmomentet är dock fortfarande på det politiska planet. Trots att flera viktiga steg har tagits mot ökat samarbete, är spänningarna fortfarande stora mellan nationer, politiker och väljare. Flera börser i regio-

nen kan mycket väl rekylera kraftigt om den politiska utvecklingen överraskar positivt, men vi tycker inte att risken är värd att ta. Samtidigt är förutsättningarna vitt skilda mellan norra och södra delen av eurozonen. Tysklands konjunkturpuls har exempelvis överraskat positivt den senaste månaden och den svaga eurokursen ger bränsle åt landets viktiga exportsektor. En exponering mot tyska exportbolag har således potential att bli en gynnsam placering.

VÅR BEDÖMNINGSMODELL FÖR REGIONER

LAND/REGION	Tillväxt	Penningpolitik	Finanspolitik	Finansiell stabilitet	Värdering	Valuta	Totalt
Kina	2	2	2	3	2	1	12
Ryssland	1	1	2	2	2	1	9
Norden	-1	2	2	2	2	2	9
Brasilien	1	2	1	0	-2	1	3
Indien	2	1	0	-1	0	1	3
USA	2	1	-1	-1	0	1	2
Japan	0	0	-1	-1	2	0	0
Euroland	-2	2	-2	-1	2	-1	-2

I vår börsmoddell för landallokering väljer vi ut de faktorer som vi bedömer kommer att vara tongivande utifrån det marknadsklimat vi ser framför oss. Varje faktor poängsätts utifrån positivt respektive negativt bidrag till börserna i respektive land. Poängskalan sträcker sig mellan från -3 till +3. Denna gång bedömer vi att följande faktorer har möjlighet att skapa skilda förutsättningar för olika aktiemarknader; BNP-tillväxt, penningpolitik, finanspolitik, finansiell stabilitet, värdering och valuta.



Företag klår stater i finansmatchen

- *Medan stater har försvagats finansiellt har företag istället stärkts...*
- *...vilket är grundskälet till att företagsobligationer lockar klart mer än statsobligationer*
- *Prissättningen på High Yield-obligationer speglar dessutom ett för pessimistiskt ekonomiskt scenario*

Traditionellt har statsobligationer betraktats som "säkra" ränteplaceringar, i riskordning följda av bostads- respektive företagsobligationer. På senare år har emellertid denna syn fått lov att omprövas, och på ett minst sagt omtumlande sätt.

Det började med att bostadsfinansieringsbubblan i USA brast under 2007, speglat i en lång rad konkurser för bostadsinstitut verksamma i subprime-sektorn (specialiserade på lån till hushåll med svag ekonomi). I spåren av dessa konkurser följde skarpa kursfall på bostadsobligationer, och därefter den allvarligaste globala finans- och konjunkturkrisen i manaminne. Parallellt drabbades också flera europeiska länder av fastighetskriser, vilka slog hårt mot många bolåneföretag på den här sidan av Atlanten.

Det fortsatte med den omskakande statsskuldskrisen med epicentrum i Europa, som har resulterat i att kreditvärderingsinstitut sänkt många staters kreditbetyg, i flera fall till "skräpstatus". Många länders statsobligationer och – i viss mån – bostadsobligationer har därför på goda grunder förlorat mycket av sin tidigare status som säkra ränteplaceringar. När USA miste det högsta kreditbetyget AAA av Standard & Poor's i början av augusti i fjol bidrog det till den markant negativa marknadsstämningen under augusti-september. I dag är det endast 15 stater i världen som kan stoltsera med högsta kreditbetyg, och bland dessa återfinns Tyskland, Storbritannien, Schweiz, Norge, Sverige, Hongkong och Chile.

De statsfinansiella utsikterna ter sig inte goda. Det gäller särskilt en del problemländer i Europa, men även USA och Japan.

För dessa länder stundar under många år framöver tuffa utgiftsnedskärningar och skatte- liksom avgiftshöjningar för att minska de stora budgetunderskotten och bromsa skuldstockarnas tillväxt. Annorlunda uttryckt kommer finanspolitiken i en mängd OECD-länder länge att ha en åtstramande inriktning – oavsett vilken konjunkturfas som råder. Utrymmet för en traditionell stabiliseringspolitik med användandet av finanspolitiska vapen modell Keynes är med andra ord nästintill obefintligt på de flesta håll.

Tungt ansvar för centralbankerna

Det ekonomisk-politiska ansvaret för att stötta konjunkturen och finanssektorn faller därmed tungt på centralbankerna. Amerikanska Federal Reserve (Fed) har agerat förebild genom att snabbt börja tillämpa "nollräntepolitik" samt sjösätta massiva kvantitativa stimulanser (köp av stats- och bostadsobligationer).

Fed har också tagit ett kommunikativt penningpolitiskt vapen i bruk, och "skottet" från det senaste räntemötet i januari var ett "löfte" om att rådande styrräntenivå på 0,25 procent nog gäller fram till slutet av 2014. Enligt vår bedömning kan Fed även komma att sjösätta fler kvantitativa stimulanser (QE3) senare i år.

Bank of Japan har liksom Fed ägnat sig åt stora stödköp av värdepapper (förutom statspapper även företagsobligationer och aktier), och japanska styrräntan spås allmänt ligga kvar på 0,10 procent under flera år. Bank of Englands styrränta är parkerad på 0,5 procent för lång tid framöver, och taket för obligationsköpen höjdes i början av februari från 275 till 325 miljarder GBP.

ECB - en avvikare

Till skillnad mot övriga tungviktskollegor i centralbanksvärlden höjde Europeiska Centralbanken (ECB) sin refinänta i två steg till 1,50 procent under våren och sommaren 2011, för att under hösten i två nedväxlingar backa räntan tillbaka till 1 procent. Den nivån torde nu ligga fast åtminstone in i 2014, samtidigt som ECB fortsätter att stötta europeiska banker med obegränsad likviditet, och köper problemländers obligationer i andrahandsmarknaden.

Statsobligationsräntor i kärnländer såsom USA och Storbritannien påverkas under 2012 av motstridiga krafter. För högre räntor talar stora finansieringsbehov och utsikter till lite bättre riskaptit, medan klart lägre inflation och centralbanksköp av obligationer utgör argument för lägre räntor. På sista raden är vår prognos något stigande räntor på statsobligationer under loppet av 2012.

Parallellt med att många staters finanser sedan några år tillbaka har försämrats på ett dramatiskt sätt, har förutsättningarna för företag världen över – och därmed för obligationer utgivna av dessa – förbättrats i flera avseenden.

Företagens vinster bestäms bland annat av efterfrågan på deras varor och tjänster, de kostnader som belastar resultaträkningarna samt hur effektiv produktionen är.

Visserligen är världsekonomin nu inne i en svacka, men den spås framåt sommaren i år följas av gradvis högre tillväxt och efterfrågan. Lönerna – den största kostnadsposten i många företag – utvecklas alltså långsamt på grund av svaga arbetsmarknader. Det ihop med en fortsatt ganska god produktivitet (produktion per arbetad timma) resulterar i mycket beskedliga öknings av kostnaderna per producerad enhet, för övrigt den viktigaste faktorn för inflationen i OECD-området. Dessutom har den skarpa råvaruprisuppgången under hösten 2010 och början av 2011 följts av fallande priser, vilket minskat produktionskostnaderna för företag världen över.

Stigande vinstandel av nationalinkomsten

Samtidigt har företags finansiella hälsa stärkts i flera dimensioner. Vinsterna från varje såld produkt har nått nästintill rekordnivåer på de flesta håll globalt. I USA har företagsvinsterna (vinst per aktie för bolagen i indexet S&P 500) under de senaste 20 åren vuxit med cirka 8,5 procent i snitt per år, nästan dubbelt så snabbt som tillväxten i landets bruttonationalprodukt. Vinsternas andel av nationalinkomsten i USA har

därmed ökat från omkring 34 procent vid millennieskiftet till drygt 38 procent 2011. Av allt att döma kommer denna trend att stå sig under kommande år.

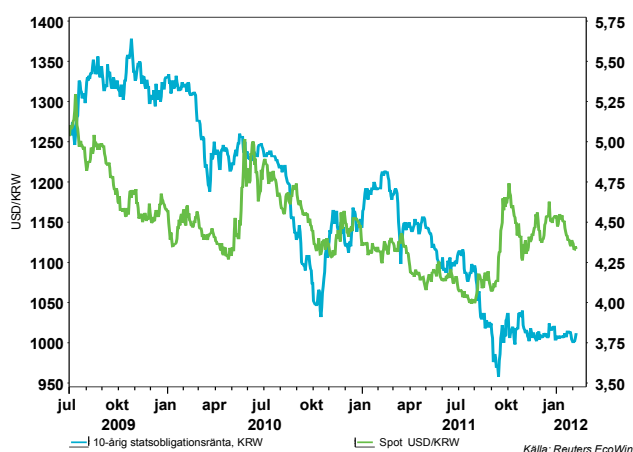
Vidare har företagens balansräkningar blivit starkare och stabilare. Skuldsättningen har sänkts och många bolag har förlängt löptiden på sina obligationslån, varpå risken för betalningsinställelser och konkurser har sänkts. Dessutom har finansavdelningarna eftersträvat en större andel likviditet, något som gett företag en buffert i samband med oväntade och tvära kast i de affärsmässiga förutsättningarna. Som en följd därav har faran att hamna i en likviditetskris minskat.

Andelen konkurser globalt i kretsens av High Yield-bolag noterades till 2,0 procent i januari 2012, att jämföra med 2,8 procent ett år tidigare och 13,6 procent i november 2009 (som var toppnoteringen under finans- och konjunkturkrisen). Moody's spår förvisso att konkursandelen ska stiga till drygt 2,5 procent i januari 2013, men det är ändå klart lägre än snittet sedan 1983 (5%).

Företag starkare än stater

Sammanfattningsvis har numera företag i många fall starkare ekonomi och finanser än många stater, och företag är i flera fall också finansiellt robustare i jämförelse med bolåneinstitut. Däri finns grundskälet till att företagsobligationer – i första hand High Yield – är lockande för placerare.

Till detta kommer att prissättningen i High Yield-segmentet indikerar att världsekonomin snart hamnar i en markerad recession, vilket ju inte alls är vår bedömning. Givet utsikterna till en lite bättre konjunkturpuls och gradvis något högre riskaptit i finansmarknaderna, borde de stora räntegapen mellan företags- och statsobligationer krympa – med kursuppgångar på företagsobligationer som följd.



EM DEBT I GOD SITS VID ÖKAD RISKAPTIT

När stämningen i finansmarknaderna förbättras och viljan att välja mer riskfyllda placeringar ökar är Emerging Markets Debt i en god sits. För en investerare i OECD brukar avkastningen från sådana placeringar framför allt komma från stigande kurser på EM-valutor, men även till en del från kursvinster på EM-obligationer. I vidstående diagram finns data för Sydkorea. Under exempelvis tredje kvartalet 2010 och andra kvartalet 2011 steg valutan, samtidigt som obligationsräntan sjönk/obligationskursen steg.



Europa - förvaltarnas huvudbry och hopp

- *Likviditetsstöd till banker ger bättre riskmiljö...*
- *...och möjligheter för Relative Value*
- *Macro och Trading alltså bäst diversifiering*

Utvecklingen för hedgefonder har sedan förra utgåvan av Investment Outlook (utgiven 29 november 2011) varit fortsatt negativ. Med risk för upprepning är den största anledningen i huvudsak eurozonens kris. Möjligen med tillägg för en viss oro relaterad till den avmattande konjunkturen i Kina samt rating-institutens nedgraderingar av bankers och flera euroländers kreditbetyg. Till skillnad mot i förra Investment Outlook kan man konstatera att den makrostatistik som kommit från USA har varit positiv för riskapiten. HFRX Global Hedge Fund Index tappade 0,5 procent under fjärde kvartalet i fjol, vilket var betydligt bättre än tredje kvartalet då index backade hela 6,45 procent. För helåret 2011 blev resultatet minus 8,9 procent.

Samtliga huvudstrategier visar negativa resultat för helåret 2011, varav Equity Hedge gick absolut sämst med en nedgång på hela 19,1 procent. Macro och CTA har åter visat relativ styrka genom att tappa endast 1,8 procent under samma period. Precis som i tidigare utgåvor av Investment Outlook väljer vi att dela in hedgefondsmarknaden i fyra huvudstrategier:

- Equity Long/Short
- Relative Value
- Event Driven och Distressed
- Macro och Trading

Equity Long/Short

Även om aktiemarknader generellt gick något plus under förra årets sista tre månader rådde en stor osäkerhet och därmed var volatiliteten hög. Motsägelsefulla och konfunderande uttalanden kring ekonomiska utsikter och lösningar på eurozonens problem bidrog på intet sätt till att skapa stabilitet. I den reala ekonomin fick USA:s återhämtning ytterligare stöd från positivt överraskande makrodata. Följaktligen har förvaltarna minskat sin totalexponering och därmed inte heller dragit nytta av aktiemarknadens totalt sett positiva utveckling under kvartalet. HFRX Equity Hedge tappade 0,9 procent under

fjärde kvartalet 2011, medan HFRX Market Neutral steg 0,6 procent. För helåret blev slutsiffran -19,1 procent respektive -2,9 procent.

Den fortsatta skuldkrisen samt en förväntan om försämrade företagsvinster lär ha en fortsatt negativ inverkan under det första kvartalet i år. Sannolikheten för en recession i eurozonen har ökat, och förankringen av detta syns i priserna, vilket borde tyda på att marknadernas aktörer troligtvis redan har diskonterat mycket av det negativa. När en större klarhet kring framtida lösningar för Europas bekymmer uppnås är det troligt att vi får se mera "normala" förhållanden, då fundamentala faktorer åter får styra, men detta kan låta sig dröja. Precis som tidigare är vi fortsatt försiktigt inställda till Equity L/S under de närmaste kvartalen. Market Neutral-strategier står fortsatt högre på vår lista.

Relative Value

Räntebärande strategier fortsatte generellt sett att generera intäkter under det sista kvartalet i fjol, om än i något mindre utsträckning än under det tredje. Den tidigare så lönsamma flykten till säkra statspapper kom av sig något under riskrallyt i oktober, då både Investment Grade- och High Yield-marknaderna steg ordentligt. Likviditeten försämrades något mot slutet av året, varför det fanns en tendens bland förvaltarena att hellre ligga lite nettokort i marknaden. På så vis kunde de inte heller till fullo ta del av uppgången i marknaden.

De makroekonomiska riskerna för ett europupprott dämpades något när ECB mot slutet av december annonserade ett likviditetstillskott för bankerna via (i princip) obegränsade treåriga lån till 1 procents ränta. Till en början blev mottagandet ganska ljumt, men sedermera tycks marknaden aktörer ha börjat uppskatta lånens positiva inverkan i kampen mot en systematisk eurokris. Framgångsrika obligationsemissioner i Europas mest sårbara länder i början av januari bidrar också till vår mer positiva syn på räntemarknaderna. Turerna i och kring Grekland är dock inte över, och kan naturligtvis ha stor inverkan på marknaden även framöver.

Förvaltarna måste förbli taktiska och snabbfotade, men investeringsmöjligheterna är goda. I synnerhet för High Yield inom

företagsobligationssegmentet, som inte har hängt med i den bredare uppgången. Köplägen torde finnas på sina håll både i Europa och i övriga delar av världen. Överlag ser omgivningen något mer balanserad ut och vi är positiva till Relative Value det närmaste kvartalet.

Event Driven och Distressed

Event Driven-strategier återhämtade sig och klarade sig, efter ett mycket besvärligt tredje kvartal, igenom fjärde kvartalet med positiv utveckling. HFRX Event Driven steg 0,56 procent under Q4 medan HFRX Distressed sjönk 0,26 procent under samma period.

Spreadar som minskade i takt med att fusioner och förvärv närmade sig slutdatum var ett stort bidrag till den positiva utvecklingen. Merger&Acquisition-aktiviteten avtog markant under andra halvåret i fjol, men volymerna blev ändå något högre än under 2010. Aktivistfonder gynnades av det något förbättrade marknadsklimatet, men volatilitet och fortsatt ekonomisk osäkerhet tvingade dem att hålla strikt på riskkontrollen. Distressed hade utvecklingsmässigt ett blandat kvartal. Oktober var en positiv månad, när politikerna verkade inse allvaret av skuldkrisen rusade priserna på risktillgångar. Förvaltarna hade skyddat (hedgat) stora delar av sina innehav vilket klarade turbulensen relativt väl, men fick också till följd att långa innehav inte hängde med lika bra under uppgångsfasen. December blev en betydligt lugnare månad, men med stora skillnader mellan olika förvaltare.

Det finns en förväntan om högre aktivitet av konsolideringar i vissa sektorer, samt att vissa kassastinna aktörer kommer att försöka göra strategiska förvärv. En sådan omgivning är normalt positivt för Event-drivna strategier, men de är samtidigt högst beroende av det övergripande hälsotillståndet i finansmarknaden. De svåra perioderna har tvingat förvaltarna att minska sin hävstång och dra ned positionerna. Vi anser fortfarande att möjligheterna framöver är goda i dessa segment, men att det är något för tidigt att öka sin exponering.

Macro och Trading

Förra årets avslutande kvartal fortsatte i samma anda som det tredje, det vill säga med stora skillnader mellan olika förvaltare. I många fall var det respektive förvaltares syn på Europa

som blev avgörande för utvecklingen. De "risk off"-teman som fungerat väl under tredje kvartalet gynnades åter under november. Efter ett turbulent år var det naturligt att dra ned positionerna mot slutet av året, vilket resulterade i ganska måttliga rörelser under december.

CTA och Systematic Macro slutade, som grupp betraktat, året negativt. Inom strategierna var precis som tidigare skillnaderna stora mellan individuella förvaltare beroende på modelltyper och tillgångsallokering. Trendföljande modeller inom räntebärande gick allra bäst och förvaltare med stor del av sin totalallokering inom räntor klarade sig väl. De med mer exponering mot fundamentala modeller, samt de med aktiv handel i råvaror redovisade negativa resultat under 2011. Valutastrategier har haft ett komplicerat år på grund av flertalet valutainterventioner från schweiziska och japanska centralbankerna, något som fortsatte även in i fjärde kvartalet.

Förvaltarna ser fortfarande Europa som det viktigaste området att bevaka under den närmaste framtiden. Även om likviditetssituationen har förbättrats med hjälp av ECB:s obegränsade treårslån så kvarstår faktum att det finns oerhört stora statslån som förfaller, och behöver återfinansieras, under årets första kvartal. Oro kring Grekland och fortsatta geopolitiska spänningar i Mellanöstern borde skapa intressanta möjligheter för förvaltarna. Dock gäller samma snabba handlingsförmåga som tidigare för att de ska vara lyckosamma.

I förra utgåvan av Investment Outlook lyfte vi fram hur CTA och Systematic Macro fungerar som verktyg för portföljdiversifiering. Strategierna förväntas gå bra när andra tillgångsslag har det svårt. Detta gäller även nu under 2012. Förvaltare har ökat sina exponeringar till trendföljande modeller, vilket gett till en stor del i räntebärande papper. Detta i kombination med att de har negativa positioner i euron ger fonderna ganska defensiva egenskaper som diversifierar "normala" portföljer exponerade mot mer klassiska tillgångsslag. Macro och Trading är fortfarande vårt förstaval bland hedgefondsstrategier den närmaste tiden.

STRATEGI	INDEX	UTVECKLING % (USD)			
		Jan 2012	Q4 2011	2011	2010
Global Hedge	HFRX Global Hedge Fund	1,72	-0,48	-8,87	5,19
Equity Hedge	HFRX Equity Hedge	2,07	-0,85	-19,08	8,92
Relative Value	HFRX Relative Value Arbitrage	1,72	0,10	-4,00	7,65
Event Driven	HFRX Event Driven	2,80	0,56	-4,90	1,98
Macro	HFRX Macro	0,09	-1,96	-4,88	-1,73



Fortsatt motståndskraftig fastighetsmarknad

- *Ökat internationellt intresse för europeiska fastigheter*
- *Ansträngda värderingar i många primärmarknader...*
- *...skapar intressanta möjligheter på andra håll*

I ett normalt investeringsklimat är det naturligt att i analysen av olika tillgångar studera avkastningspotentialen utifrån ekonomisk fundamenta. I ett mer stressat investeringsklimat, likt det vi befunnit oss i sedan sommaren 2011, hamnar dock huvudfokus istället på om man som investerare skall ta risk eller avstå den. I ett sådant klimat är det därför naturligt att korrelationen mellan olika risktillgångar förstärks, vilket i sin tur gör det svårare för investerare att på ett effektivt sätt utnyttja olika tillgångsslags diversifieringsegenskaper.

Stabil utveckling för direkta fastighetsinvesteringar

När aktiemarknaden föll under hösten 2011 hade även råvarumarknaden och Private Equity-bolagen en svag utveckling. Även indirekta fastighetsinvesteringar, via fastighetsaktier och REIT:s (Real Estate Investment Trusts), hade en värdeutveckling i linje med den globala aktiemarknaden. En marknad som drabbades betydligt mindre av det motgångsfulla 2011 var den globala marknaden för direkta fastighetsinvesteringar.

Helt oberörd av turbulensen var dock fastighetsmarknaden inte, och det negativa finansklimatet nådde fastighetsmarknaden under det tredje kvartalet. En flykt till kvalitet gjorde att efterfrågan på primärmarknader och inte minst så kallade troféobjekt gynnades på bekostnad av mer riskfyllda sekundärmarknader. Fastighetsaffärer tog längre tid att avsluta vilket reflekterades i något lägre aktivitet, som i sin tur medförde sänkta förväntningar inför det fjärde kvartalet.

Växande globalt intresset för europeiska fastigheter

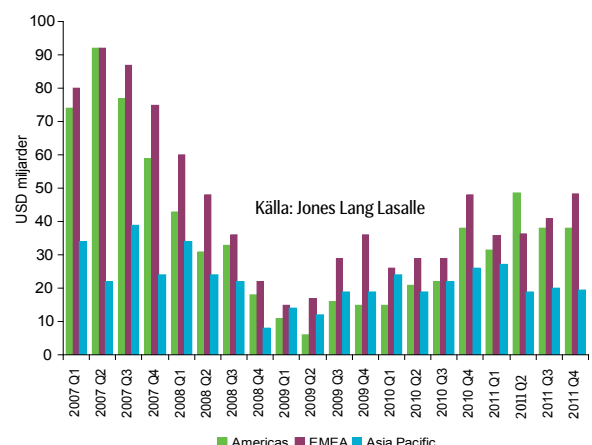
Data visar att det fjärde kvartalet 2011 utvecklades betydligt bättre än förväntat. Störst var aktivitetshöjningen på marknaden för kommersiella fastigheter – överraskande nog – i Europa, där transaktionsvolymerna steg mycket tack vare ett

ökat internationellt intresse för regionen. Intresset riktades främst mot tyska, franska, nordiska och östeuropeiska fastigheter samtidigt som det utländska investerarintresset för sydeuropeiska fastigheter föll.

I Asien föll volymerna av kommersiella fastighetsaffärer ytterligare under fjolårets sista kvartal. Aktivitetsfallet täcktes dock upp av en ökad försäljning av markfastighet som idag utgör cirka 75 procent av den totala marknaden i regionen. Trots att den totala aktiviteten har fallit konstant under 2011 kvarstår faktum att regionen ur ett historiskt perspektiv fortfarande befinner sig på en väldigt hög aktivitetsnivå.

Aktiviteten på den amerikanska fastighetsmarknaden har fallit sedan i somras, men stärktes under de sista månaderna av 2011. På den kommersiella marknaden var aktiviteten oförändrad samtidigt som försäljningen av bland annat bostäder stärktes. För helåret var det sammantaget den amerikanska marknaden som utvecklades allra bäst ur aktivitetssynpunkt.

BÄTTRE AKTIVITET ÄN VÄNTAT UNDER Q4 2011



Störst aktivitetshöjning på den direkta marknaden av kommersiella fastigheter syntes i Europa (del av EMEA) där transaktionsvolymerna steg mycket tack vare ett ökat internationellt intresse för regionens mindre krisdrabbade länder. Aktiviteten i Sydeuropa tyngs dock av den överhängande skuldkrisen i regionen.

Stabila avkastningsnivåer på de flesta håll

Geografiskt höll sig avkastningskraven på i stort sett oförändrade nivåer på samtliga marknader, med undantag för Europas periferiländer där de steg. Att marknadsaktörer höjt sina krav på avkastning i de krisdrabbade länderna i Europa är en följd av den tilltagande risken i regionen. I stort återspeglar dock den stabila rörelsen i avkastningsnivåer en relativt motståndskraftig fastighetsmarknad i det turbulenta marknadsklimat vi befunnit oss i under den senare halvan av 2011.

Sedan en tid tillbaka har vi också sett att trender mellan olika segment på marknaden divergerat. Samtidigt som avkastningskrav på primärmarknader och så kallade troféobjekt haft ett markant fall har avkastningskraven på mer riskfyllda sekundärmarknader stigit. Under slutet av det tredje kvartalet 2011 syntes dock tendenser till ett skifte tillbaka från lågrisksegmentet till något högre risktagande, en tendens som också gjorde sig gällande under det fjärde kvartalet.

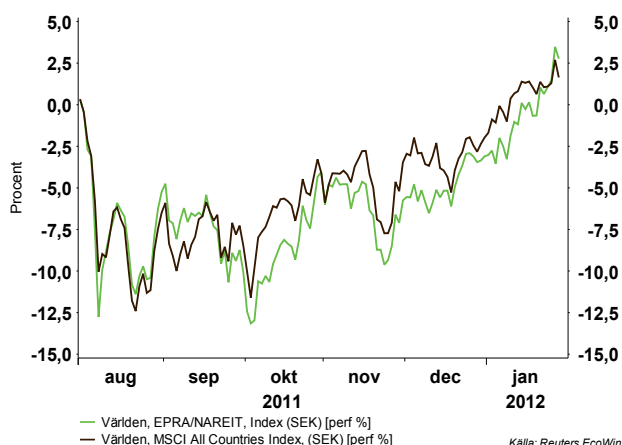
Avkastningsnivåerna har generellt varit i en fallande trend (till följd av stigande priser på fastighetsbestånd) sedan våren 2009, efter att ha toppat i spåren av finanskrisen. Sett till nivåerna innan krisen bröt ut 2008 finns ytterligare utrymme för återhämtning, även om den riskfyllda marknad vi nu upplever gör det svårt att motivera ett fall ned till de nivåerna. Marknadsklimatet måste först stabiliseras, vilket innebär att vi behöver se ett fortsatt förstärkt makroklimat (likt det vi sett i USA under senaste månaderna). Europeiska politiker måste hitta en lösning på rådande skuldproblematik, enas om den och inte minst få marknadsaktörer att tro på den innan vi kan återgå till ett mer sansat, mindre riskfyllt klimat. När, eller snarare om, det inträffar kan avkastningskraven på fastighetsmarknaden fortsätta sin resa mot 2007 års nivåer.

Indirekta fastighetsinvesteringar som aktier

Om direkta fastighetsinvesteringar haft en relativt stabil utveckling under det senaste halvåret har bilden för investeringar på den indirekta fastighetsmarknaden (via fastighetsaktier och REIT:s) varit en helt annan. Sedan augusti 2011 har REIT:s-marknaden i det närmaste plagierat utvecklingen på aktiemarknaden. Faktum är att rörelsen, under de senaste sex månaderna, varit så lik att den dagliga korrelationen uppgått till 95 procent mot världsbörsen (MSCI World AC i lokal valuta). Det innebär att REIT:s-marknaden på daglig basis har rört sig i samma riktning som aktiemarknaden i 95 fall av 100. Under den här perioden har även avkastningen varit identisk, upp cirka 2,5 procent. Ur portföljsynpunkt är detta allt annat än ett önskvärt skeende då möjligheten att utnyttja olika tillgångars diversifieringsegenskaper mer eller mindre elimineras. Det finns givetvis flera anledningar till att den direkta och den indirekta fastighetsmarknaden utvecklas så olika, men en av de avgörande faktorerna är likviditetsaspekten i de olika typerna av investeringar.

Något mer optimistiska till fastighetsmarknaden

Sedan i somras har vi mer eller mindre stått vid sidan av fastighetsmarknaden. I takt med att det generella marknadsklimatet förbättrats under de senaste månaderna har också transparensen blivit något bättre. Även om bilden inte är helt klar, bedömer vi i dagsläget att värderingarna i många primärmarknader är relativt ansträngda. Som en följd av det uppstår en del intressanta investeringsmöjligheter på andra håll. Vi behåller vår neutrala syn till investeringar på fastighetsmarknaden, men är något mer optimistiska idag än för tre månader sedan.



INDIREKTA FASTIGHETSINVESTERINGAR UTVECKLAS SOM AKTIEMARKNADEN

Sedan augusti 2011 har REIT:s-marknaden i det närmaste plagierat utvecklingen på aktiemarknaden. Ur portföljsynpunkt är detta allt annat än ett önskvärt skeende då möjligheten att utnyttja olika tillgångars diversifieringsegenskaper mer eller mindre elimineras.



Attraktiv köpoption på stabilisering

- *Fortsatt finansiell osäkerhet får noterade PE-bolags kurser att gå i tandem med bankaktier...*
- *...trots att PE-bolagen har starkare finanser, lägre belåning och stabilare vinster än i förra krisen...*
- *...vilket tillsammans med låg värdering (stora rabatter) talar för betydande potential på sikt*

Under de senaste månaderna har vi sett en stabilisering på världens finansmarknader och en god utveckling för de mer riskfyllda tillgångsslagen. Noterade Private Equity-bolag utgör vid en första anblick inget undantag – de har stigit ungefär i linje med breda aktiemarknaden sedan botten i början av oktober 2011. Notabelt är dock att de föll betydligt mer än aktiemarknaden i nedgångsfasen innan. Liksom tidigare uppvisar kursutvecklingen för PE-bolagen stor likhet med finanssektorn, dominerad av banker. Värderingen är fortsatt på krisnivåer med en substansrabatt (mot NAV, Net Asset Value) på 40-45 procent för de noterade PE-bolagen. I ett mer positivt marknadsscenario tillhör PE därmed sannolikt vinnarna.

Dagens värderingar av PE-bolagen framstår enligt vår mening som väl försiktiga. Förra gången vi befann oss i närheten av nuvarande nivåer – våren 2009 – var världsekonomin i en mycket djup recession samtidigt som högt belånade PE-bolag, med stora portföljer av bolag köpta till toppvärderingar åren innan, led svårt.

I dag menar vi att läget är ett annat. Att påstå att marknaden har fel är dock att ta på sig en bevisbörda. Och visst finns det argument för att PE-bolagen ska handlas med större rabatt än vanligt. Några av dessa är:

- Risk för en ny djup recession
- Risk för finansiell hårdsmälta
- Lägre avkastning på grund av lägre tillväxt
- Lägre avkastning på eget kapital givet lägre belåning
- Besvikna investerare lämnar tillgångsslaget (flykt från risk)

Låt oss skärskåda argumenten, och deras relevans: **En ny djup recession** skulle självklart slå mot PE-bolagens innehav. I ett scenario med sjunkande NAV faller värdet på portföljbolagen snabbt, samtidigt som den lägre tillväxten motiverar lägre vinstmultiplar – NAV faller snabbt i ett sådant scenario. Men detta scenario är långt ifrån vårt huvudscenario. Viktigt att notera är också att portföljbolagen generellt är i bättre skick än under kraschen 2008-2009, då många bolag köpts in under brinnande högkonjunktur, bolag man idag arbetat åtskilligt med.

En finansiell hårdsmälta, triggad till exempel av en eurokolaps, kan inte uteslutas. Kortsiktigt skulle det slå hårt mot PE-sektorn, inte minst mot sentimentet, via minskad riskvilja. Till skillnad från förra finanskrisen är dock sektorns finansiella stabilitet i dag god. Belåningsgraden är generellt lägre och durationen på skulderna betydligt längre, med en god fördelning av förfallen. De närmaste åren förfaller endast en mindre del av bolagens skulder. Sammantaget är den finansiella styrkan så pass god att bolagen klarar en relativt lång period av finansiell stress. En utdragen krasch skulle dock sannolikt också få stora effekter på global tillväxt; i ett sådant scenario drabbas naturligtvis PE, men inte nödvändigtvis mer än andra sektorer. Det är dock sannolikt att vi får se en betydligt tuffare finansieringssituation framöver, givet de globala finansiella problemen. Svårare och/eller dyrare finansieringslösningar bör rimligen motivera en högre NAV-rabatt, allt annat lika – men å andra sidan lär de låga räntorna som troligen följer med scenariot innebära att finansieringskostnaderna blir hanterbara.

De flesta räknar med att **tillväxten blir dämpad** under flera år framöver. Det minskar naturligtvis utsikterna till stora vinstökningar i portföljbolagen och motiverar också en mindre aggressiv värdering. I relativa termer, i förhållande till breda aktiemarknaden, bör dock PE-bolagens snarast gynnas av detta, så länge tillväxten finns där bör en aktiv ägaragenda i kombination med högre hävstång via belåning kunna skapa bättre vinstutveckling.

Det faktum att PE-bolagen idag har lägre belåningsgrad än under toppåren före Lehman-kraschen innebär naturligtvis att den potentiella **avkastningen på eget kapital blir lägre**. Detta

kan motivera något lägre värderingar. Å andra sidan innebär det ökad finansiell stabilitet och lägre risk, vilket åtminstone delvis motverkar effekten.

Slutligen får risken för att **investerare helt lämnar tillgångs-slaget** nu bedömas som relativt liten. Vissa aktörer, som europeiska banker, är i färd med att avveckla sina positioner, men många har redan lämnat efter förra kraschen, och sedan 2010 och fram till i höstas noterades goda inflöden i nya PE-fonder.

Sammantaget finns det således argument för en lägre värdering med högre rabatter än det historiska snittet. Men NAV-rabatter på i snitt 40-45 procent – med många stabila och välmeriterade bolag värderade till runt hälften av sitt substansvärde – är att ta det för långt. Vi anser att värderingen i dagsläget vittnar om en kraschad marknad, och där är vi inte. Sektorn är i betydligt bättre skick än vid den förra krisen. Huvudargumenten för att situationen är bättre än värderingen visar är:

- Betydligt lägre andel bolag köpta på toppen (2006-2008) i portföljerna
- Generellt högre rörelsemarginaler
- Högre finansiell motståndskraft via längre löptid på skulderna
- Lägre skuldsättning

Vi menar att marknaden inte till fullo uppskattar de förändringar som skett i sektorn sedan förra kraschen och därför felaktigt "drar PE-bolagen över finansskammen" i sin värdering. De avgörande skillnaderna är att PE-bolagen idag, i motsats till bankerna, inte direkt drabbas av finansiella kriser, stora skuldnedskrivningar etc, samtidigt som de har en annan möjlighet att via aktivt ägande skapa mervärden i sin tillgångsmassa.

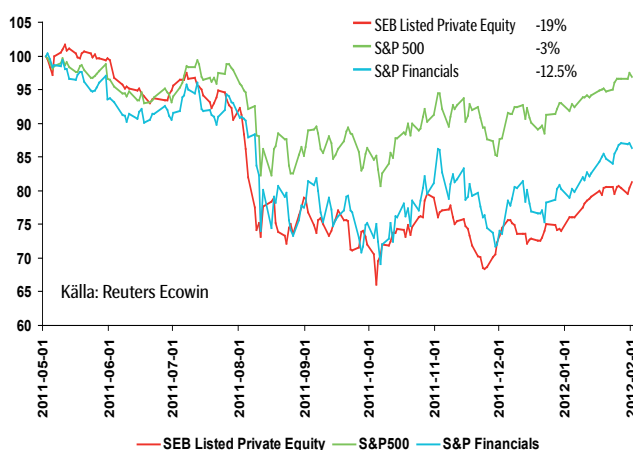
Den bitvis njugga inställningen till PE-bolagen illustreras exempelvis av att Apax partners, ett större europeiskt PE-

bolag, under andra halvåret i fjol realiserade 25 procent av sin bolagsportfölj, till priser som låg ungefär 30 procent över redovisade NAV. Samtidigt ökade rabatten på redovisat NAV (försäljningarna ej inkluderade) från 48 till 52 procent. Då inriktningen och kvaliteten på de kvarvarande portföljbolagen bedöms vara densamma som i de avyttrade framstår dagens värdering som närmast märklig.

De låga värderingarna innebär också ett golv, då de öppnar för olika typer av värdeskapande transaktioner. Ett annat större bolag, SVG Capital, annonserade i höstas ett återköpsprogram av egna aktier, då uppgick NAV-rabatten till 48 procent. Efter transaktionen handlas bolaget till en rabatt på 28 procent och aktiekursen har stigit med 30 procent.

På marknaden för secondaries (befintliga PE-placeringar på "andrahandsmarknaden") är rabatterna lägre generellt. Det skapar möjligheter för de noterade PE-bolagen – man kan exempelvis sälja investeringar på secondaries-marknaden till en högre värdering än den som gäller för det noterade bolaget, vilket höjer värdet. Den lägre rabatten för secondaries innebär också att vi föredrar de noterade bolagen.

Dagens situation är utmanande för PE-bolagen. Utsikterna dämpas för stunden av tveksamheter kring styrka i tillväxten parat med en svårt haltande finansmarknad, där möjligheten att sälja bolag via börsen är obefintlig och ett kärvare finansieringsklimat ligger i korten. Så länge den bilden består lär priserna på PE inte rusa rakt i höjden. Men skulle vi få se en kombination av tydlig stabilisering av omvärldsbilden med en rimlig ekonomisk tillväxt, samtidigt som ökande riskvilja leder till uppvärdering av PE-bolagen tillbaka till historiska snittnivåer är uppgångspotentialen betydande. Och även i ett försiktigt positivt scenario, som vårt huvudscenario, har PE kraften att tillhöra vinnarna. Sektorn erbjuder en intressant värderad köpoption på framtida tillväxt.



OMOTIVERAT SVAG UTVECKLING

Under höstens börsbakslag föll Private Equity-bolagen mer än börsen som helhet, vilket i sig inte är orimligt. Raset var dock lika stort som för finanssektorn generellt, vilket framstår som en överreaktion då PE-bolagen inte drabbas lika tydligt av de finansiella problemen. Notabelt är också att PE-bolagen stigit mindre än Finansindex (men mer än breda index) under de senaste månadernas återhämtning.



Fortsatt prisfall på jordbruksråvaror

- Oljepriset kvar på höga nivåer
- Kinesisk mjuklandning talar för industrimetaller
- Normalt väder ger billigare jordbruksråvaror

I takt med att riskaptiten har återvänt och många av världens aktiemarknader inlett 2012 med kraftigt stigande kurser, har också råvarumarknaderna uppvisat en stark utveckling. Industrimetallerna, som är mest konjunkturberoende, sticker ut med uppgångar på i många fall tvåsiffriga procenttal, men även för ädelmetaller och en del jordbruksråvaror har vi fått se prisuppgångar. Oljepriset (Brent), som stod emot fjolårets turbulens på ett anmärkningsvärt sätt, har däremot inte rört sig nämnvärt under inledningen av året.

Utvecklingen i Iran kan elda på oljepriset

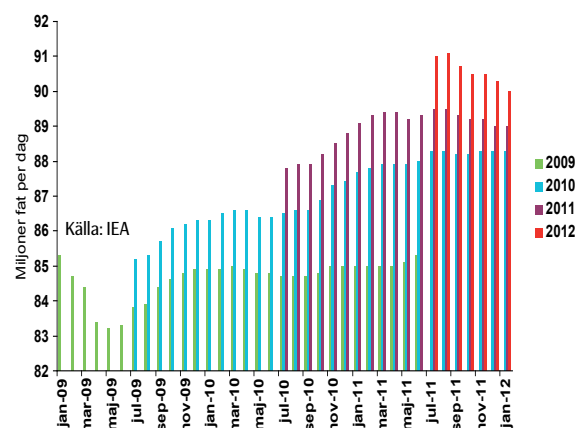
Det finns argument för såväl stigande som fallande oljepriser för det kommande året. Tillväxten i efterfrågan är osäker mot bakgrund av den makroekonomiska miljö vi befinner oss i, samtidigt ökar oljeproduktionen i länder som Libyen, Irak, USA, Kanada och Brasilien. Ett ökat utbud och en vikande efterfrågan skulle pressa ned oljepriset. Värt att notera är dock att trots den senaste tidens nedjusterade prognoser för efterfrågan 2012, ligger de fortfarande klart över efterfrågan under 2011 (se IEA:s prognos i bilden intill). Risken för störningar i utbudet har också ökat. Inte minst som en följd av problematiken kring Irans eventuella utveckling av kärnvapen, men även den pågående konflikten i Nigeria samt den allmänna osäkerheten i Mellanöstern/Nordafrika (MENA)-regionen. Lägg därtill att globala oljelager är låga (de europeiska är nu på nivåer vi inte sett sedan 2003), och i händelse av en utbudsstörning är risken för kraftiga oljeprisuppgångar uppenbar.

Givet att inga extraordinära händelser – som skulle kunna få efterfrågan att falla snabbt – inträffar, bedömer vi att OPEC (Saudiarabien) successivt kommer att anpassa utbudet till en minskad efterfrågan för att hålla oljepriset över 100 dollar per fat (då detta är en nivå som Saudiarabien behöver för att nå balans i landets budget). En efterfrågan som faller i måttlig takt leder därför troligen inte till dramatiskt fallande oljepriser.

Iran representerar den stora uppsiderisken för oljepriset. Landet fortsätter att utveckla möjligheterna att tillverka kärnvapen samtidigt som USA och Europa inför sanktioner för att få Iran på andra tankar. Dessvärre är Iran geografiskt väl positionerat för att ställa till med oreda om landet finner tillräckliga motiv. Detta då landet har kontroll över Hormuzsundet, via vilket 35 procent av all sjöburen oljefrakt passerar, och skulle (i alla fall i teorin) kunna stänga detta med kraftigt stigande oljepriser som följd. I praktiken skulle en sådan åtgärd sannolikt leda till en väpnad konflikt, men troligen skulle trovärdiga hot om att stänga sundet räcka för att driva oljepriset till nya rekordnivåer.

Förutsatt att inga exceptionella händelser inträffar bedömer vi att oljepriset under 2012 kommer att handlas på en fortsatt hög nivå runt dagens 110 dollar per fat, eventuellt något högre.

GLOBALA OLJEEFTERFRÅGAN STIGER VARJE ÅR



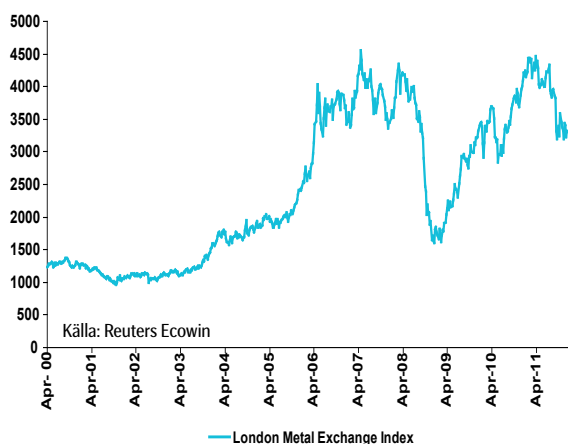
Som framgår av IEA:s (International Energy Agency) prognos för oljeefterfrågan ovan, kommer den under 2012 att överstiga 2011 med cirka en miljon fat per dag trots den senaste tidens nedjusteringar.

Mjuklandning i Kina driver priser på industrimetaller

Kommer priserna på industrimetaller att stiga eller falla under 2012? Det är i mångt och mycket samma sak som att fråga sig huruvida Kina står inför en mjuk- eller hårdlandning. Detta då Kina står för cirka 40 procent av världens konsumtion av industrimetaller. Vårt huvudscenario är att Kina står inför en mjuklandning och om vi får rätt finns alltså förutsättningar för stigande priser på industrimetaller. Senaste tiden har det dessutom kommit signaler som styrker vår uppfattning om en mjuklandning. Inflationen har fallit kraftigt samtidigt som BNP-tillväxten planat ut på en hög nivå. Vidare har industriaktiviteten stabiliserats och första steget – i form av minskade reservkrav för bankerna – mot en mindre återhållsam penningpolitik har tagits. De fallande huspriserna i Kina är dock fortfarande ett orosmoment som kan störa bilden från tid till annan.

Då metallpriser generellt, uttryckt med LME-index (se graf), har fallit med cirka 25 procent sedan toppnoteringen under 2011, återspeglas redan ett försiktigt framtidsscenario i dagens priser. Lägg därtill att flera industrimetaller i dagsläget handlas till dess marginalproduktionskostnad och risken för kraftigt fallande priser framstår som begränsad.

VOLATILA METALLPRISER DE SENASTE FEM ÅREN



Efter stora prisuppgångar på metaller under 2009 och 2010 föll priserna kraftigt under andra halvåret 2011, men verkar nu ha stabiliserats.

För zink gäller att högre utbud än efterfrågan lett till stigande lager och fallande priser, vilket gjort metallen till den med minst potential att stiga framöver.

Drivet av dess kraftigt ansträngda utbuds- och efterfrågesituation bedömer vi att koppar har störst potential till prisuppgångar. Till skillnad från flera andra metaller handlas dock koppar klart över marginalproduktionskostnaden, vilket följaktligen leder till att den sannolikt påverkas mest såväl av positiva, som negativa överraskningar.

Guld är inte alltid en säker hamn

Priserna på ädelmetaller föll under andra halvåret 2011, bland annat som en följd av att dollarn successivt stärktes. I tider av oro har guld historiskt varit investerarens tillflyktsort, men under slutet av fjolåret vägde dock en starkare dollar, minskade spekulativa guldpositioner samt framflyttade likviditetsåtgärder tyngre än det skydd guldets anses erbjuda i tider av stor osäkerhet. Detta fick till följd att priset på guld föll trots att oron på marknaderna ökade. Under inledningen av 2012 har guldpriset stigit en del och vi bedömer att det finns stöd för ytterligare något högre guldpris under innevarande år. Exceptionellt låga räntor under lång tid framöver, minskad inflationsrisk och potentiellt ytterligare stimulerande penningpolitiska åtgärder ger stöd åt denna prognos.

Det under decennier stigande guldpriset har gett incitament till ökad produktion. Senaste 4-5 åren har guldmalmproduktionen ökat i samma utsträckning som priset på guld, detta är en oroande signal då guldpriset historiskt bara stigit när utbudet fallit eller stagnerat.

Vi har en försiktigt positiv syn på ädelmetaller för resten av året, vi föredrar guld före silver förklarar med en lägre volatilitet. Både palladium och platina är intressanta, men de representerar båda små marknader.

Allt lägre priser på jordbruksråvaror framöver

Sedan början av sommaren 2011 har flertalet jordbruksråvaror haft en fallande pristrend och vi räknar med att denna fortsätter. Torka i Sydamerika, till följd av väderfenomenet La Niña, gav tillfälligt stöd åt priserna under slutet av fjolåret och inledningen av 2012, men efter flera år med exceptionella väderförhållanden bedömer vi att läget normaliseras under våren, vilket ger stöd åt vår prognos om bättre skördar och lägre priser framöver.

En råvara som har potential att gå emot denna trend är bomull. Bakomliggande drivkrafter för detta är låga lagernivåer i kombination med stark konkurrens om jordbruksmark, och att efterfrågan ännu inte återhämtat sig sedan 2008 års krisnivåer.

Konjunkturen driver råvarupriserna

Under 2012 kommer det vara fortsatt förbättrad makrostatistik från USA, en mindre återhållsam penningpolitik i Kina och långsiktiga åtgärder från Europeiska Centralbanken, ECB, som driver utvecklingen för råvarupriserna uppåt. Den senaste tiden har ekonomisk data från USA i flera fall överträffat förväntningarna och den fortsatt fallande inflationen i Kina öppnar upp för en mindre återhållsam penningpolitik. Ett första steg i denna riktning togs i december då landet sänkte reservkraven för bankerna. Det är troligt att vi får se fler åtgärder i denna riktning, vilket kommer att ge stöd åt råvarupriserna. ECB:s handlingskraft ger också marknaden anledning att se mer optimistiskt på framtiden.



Kvalitet efterfrågas på valutamarknaden

- Ytterligare försvagning av euron i sikte
- Finansiellt starka valutor/länder gynnas
- Uppskrivningen av den kinesiska yuanen fortsätter

Den aggregerade riskaptiten hos investerarkollektivet tenderar att avgöra vilken drivkraft som skall vara dominerande på valutamarknaden. Under perioder då investerare flyr risk är likviditeten hos valutor det i särklass viktigaste. Ett sådant klimat rådde under stora delar av hösten och gynnade stora valutor med "trygg hamn-status" som exempelvis amerikanska dollar (USD), japanska yen (JPY) och schweiziska franc (CHF).

Den senaste tiden har dock ett mer positivt sentiment smugit sig in på marknaden, stöttad av överraskande stark makrostatistik från USA och en avsaknad av negativa överraskningar från eurozonen. Största bidraget till den ökade riskviljan tillskrivs dock Europeiska Centralbankens (ECB:s) beslut i december att i praktiken gödsla den europeiska banksektorn med likviditet. I takt med att investerarna vågat lämna sina trygga hamnar har efterfrågan ökat på valutor i länder som uppvisar fundamental styrka, i termer av exempelvis BNP-tillväxt, statsskuld och bytesbalans. Valutor som stämmer in på detta signalement är bland annat svenska och norska kronan, råvaruvalutor (kanadensiska dollar, CAD, och australienska dollar, AUD), samt flertalet EM-valutor.

Fundamenta håller i taktpinnen

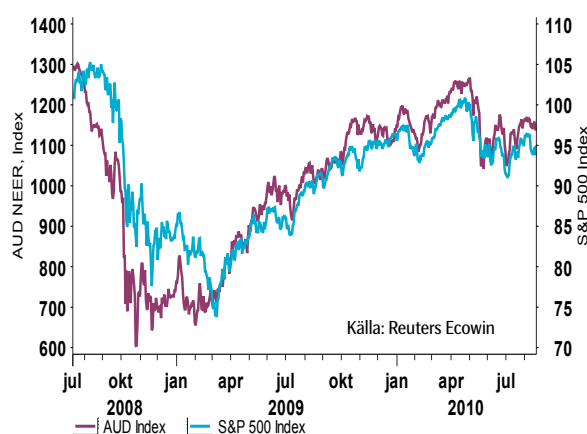
Världsekonomin är fortfarande i ett avvaktande tillstånd och den finansiella krisen i Europa sätter tydliga avtryck i den reala ekonomin. En långsiktig lösning på eurokrisen ter sig idag långt borta och politikerna lär inte överraska med ett resolut handlande. Men trots att processen är av typen två steg framåt och ett tillbaka rör sig politikerna i rätt riktning och tar successivt steg mot ett fördjupat samarbete.

Någon mirakelmedicin för att bota sjuka euromedlemmar går inte att finna, men den akuta fasen är för tillfället över. Det ger investerarna andrum och tid att lyfta blicken och begrunda förutsättningarna för den globala konjunkturutvecklingen.

Investeringsklimatet är på ett antal punkter något bättre. Förutom att Kina verkar undvika en hårdlandning och USA:s ekonomi har förutsättningar att växa i skaplig takt, märks en tydlig attitydförändring hos flertalet centralbanker. Kursen är omlagd och nu anammars i regel en expansiv penningpolitik, något som ger näring åt riskaptiten.

I det investeringsklimat vi ser framför oss bör således valutor som backas upp av starka statsfinanser och överskott i bytesbalansen fortsätta vara efterfrågade. Vi ser dock risker för tillfälliga korrigeringar, då eurokrisens utveckling även framgent lär vara av svajig karaktär. Detta kan bland annat drabba den norska och svenska kronan samt den australienska dollarn, då dessa valutor har stärkts kraftigt på kort tid och är känsliga för svängningar i riskaptiten.

AUSTRALIENSKA DOLLARN GÅR SOM BÖRSEN



På valutamarknaden finns det flera valutor som är cykliska och rör sig i linje med börsen. Australienska dollarn är det tydligaste exemplet, men även svenska kronan och koreanska wonen påverkas av marknadens skiftande riskaptit.

Allmän eurosvaghet i sikte

Euron mot dollarn är det mest handlade valutaparet på marknaden, och växelkursens rörelse brukar i regel spegla världsbörsens utveckling. När riskaptiten på marknaden minskar, faller börsen och investerare tenderar att köpa dollar, varför EUR/USD-kursen faller. Sedan i december 2011 har detta mönster dock brutits och euron har tappat mark mot dollarn samtidigt som börsen rört sig uppåt. En förklaring är att riskaptiten inte längre är så nära sammankopplat med händelseutvecklingen i eurozonen. De dystra utsikterna för Sydeuropa gör att euron trendmässigt handlas på allt lägre nivåer, medan avsaknaden av negativa nyheter från eurozonen är tillräcklig för att hålla riskviljan uppe. Det handlar således om en allmän euroförsvagning och inte om en investerarräfflykt till den likvida dollarn.

Euron har försvagats betydligt de senaste månaderna och trots att försvagningen nu ser ut att ha tagit en paus lär den trendmässiga utförlöpan fortsätta. En långsiktigt hållbar lösning för eurozonens problem är avlägsen och flera sydeuropeiska länders ekonomier är på fallrepet. SEB:s prognos är att EUR/USD-kursen står i 1,22 till sommaren 2012 (i nuläget cirka 1,32). Mot den svenska kronan väntas euron röra sig ned mot 8,50 (idag 8,80).

Dollarn gynnas under perioder av intensifierad oro för EUR, men USD har även stärkts på egna meriter. Aktiviteten i USA:s ekonomi har varit oväntat hög, med positiva signaler både från den amerikanska arbets- och bostadsmarknaden. Samtidigt som den amerikanska ekonomin växlar upp, bromsar de nordiska ekonomierna in under 2012. Det gör att vi räknar med att dollarn under andra kvartalet i år stärks till cirka 7,00 mot svenska kronan (i dagsläget cirka 6,70), och till 6,15 mot den norska (i dagsläget cirka 5,75).



Blandad bild för EM-valutor

Till följd av de många kopplingarna till Euroland ter sig utsikterna för de östeuropeiska valutorna inte så ljusa. Dessutom har flera av regionens länder stora fundamentala svagheter. Ungern har en stor offentlig skuld, banker i Rumänien har starka band till Grekland och Turkiet, och negativa bytesbalanssiffror noteras i Polen. För valutor i Latinamerika är däremot utsikterna betydligt ljusare. Finanserna är överlag starkare, samtidigt som vi spår att priserna på ädel- och industrimetaller stiger det närmaste året.

Bäst förutsättningar ser vi dock för de asiatiska valutorna. Ekonomisk fundamenta är i många fall urstark med hög tillväxt, enorma bytesbalansöverskott och låga statsskulder. Höga obligationsräntor jämfört med OECD-området kan också attrahera utländskt kapital och utgöra kursbränsle för de asiatiska valutorna på sikt.

Starkare asiatiska valutor kan även motiveras politiskt. Asien, med Kina i spetsen, vill öka den inhemska konsumtionen och bli mindre beroende av export. Samtidigt behöver skuldsatta hushåll i väst minska sin konsumtion och västländerna istället öka sin export. Ett verktyg för att återställa de obalanser som idag råder är starkare asiatiska valutor (den asiatiska importen blir billigare till gagn för exportörer i väst).

Under drygt ett år har kinesiska myndigheter tillåtit en gradvis förstärkning av yuanen (CNY). Appricieringen fortsätter, men uppskrivningstakten lär bli lägre än tidigare. Orsaken är att avmattningen i den globala efterfrågan tynger den kinesiska exporttillväxten och att inflationstrycket har avtagit de senaste månaderna. Vi räknar med att USD/CNY står i 6,00 i december 2012 (USD/CNY handlas idag kring 6,30).

UPPSKRIVNINGEN FORTSÄTTER

Kinesiska myndigheter har successivt skrivit upp värdet på yuanen (CNY) mot USD. Uppskrivningstakten har avtagit något på grund av lägre inflation, svalare export och en generellt starkare dollar. Vi ser en USD/CNY-kurs kring 6 vid slutet av 2012. I grafen visas även Kinas spegelvaluta CNH, vilken går att investera i för utländska investerare.

SEB är en nordeuropeisk finansiell koncern som betjänar 400 000 företag och institutioner samt fler än 5 miljoner privatpersoner. Ett område som har starka traditioner i banken är private banking. Redan vid starten 1856 erbjöd SEB finansiella tjänster till förmögna privatpersoner, och banken har idag en ledande position i Sverige och en stark ställning i övriga Norden och Europa.

Private Bankings kundbas är bred och omfattar allt från företagsledare och entreprenörer till privatpersoner, alla med varierande intresse för ekonomiska frågor. För SEB handlar private banking om att med koncernens samlade kunskap i ryggen erbjuda en bred palett av högkvalitativa tjänster inom finansområdet, anpassade till varje kunds unika behov.

SEB Private Banking har cirka 370 medarbetare verksamma i Sverige, Danmark, Finland och Norge. Utanför Norden tar vi hand om våra kunder via kontoren i Estland, Lettland, Litauen, Schweiz, Luxemburg och Singapore samt en filial i London. Den 31 december 2011 uppgick det förvaltade kapitalet till 248 miljarder kronor.

