



Investment Outlook

PRIVATE BANKING - INVESTMENT STRATEGY

Maj 2012

Jakt på säker hamn i
svårnavigerad marknad



S|E|B



Innehållsförteckning

Inledning	5
Sammanfattning	6
Makrosammanfattning	8
Portföljkommentar Moderna Investeringsprogram	10
Tema: Åtstramning eller tillväxt - eller både och	13
Tema: Är börsbolagens marginallyft en bubbla?	17
Tema: Jakten på den försvunna räntan	19
Tema: Grön investering diversifierar portföljen	22

TILLGÅNGSSLAGEN

Nordiska aktier	24
Globala aktier	26
Räntor	28
Hedgefonder	30
Fastigheter	32
Private Equity	34
Råvaror	36
Valutor	38

Denna rapport publicerades den 22 maj 2012.

Rapportens innehåll baseras på information och analys tillgänglig före den 15 maj 2012.

Hans Peterson

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

Esbjörn Lundevall

Equity Strategist
+46 8 763 69 62
esbjorn.lundevall@seb.se

Lars Gunnar Aspman

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

Jonas Evaldsson

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

Victor de Oliveira

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

Reine Kase

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

Anders Olsson

Senior Portfolio Manager
+ 46 8 763 69 04
anders.s.olsson@seb.se

Daniel Gecer

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

Esben Hanssen

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

Carl-Filip Strömbäck

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

Johan Hagbarth

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

Janis Sloka

Economist (guest)

Carl Barnekow

Investment Strategist
+ 46 8 763 69 38
carl.barnekow@seb.se

Cecilia Kohonen

Communication Manager
+46 8 763 69 95
cecilia.kohonen@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.



Ett år präglat av politik

Spänningarna bland väljarna efter de åtstramningsprogram som just nu verkar runt om i Europa är stora, och den politiska bilden utgör även fortsättningsvis en riskfaktor för finansmarknaderna. Den generösa politikens tid är slut, och konsekvenserna smärtsamma. Tillväxt är samtidigt lösning på skuldproblemen.

Vi har nyligen fått resultaten av valen i Frankrike och Grekland. Senare i år kommer USA och det amerikanska presidentvalet att vara i fokus. Vad kan politikerna göra? Bill Clintons rådgivare i presidentkampanjen 1993, James Carville, uttryckte sig: "Jag brukade tänka att om det fanns reinkarnation, ville jag komma tillbaka som president eller påven.... Men nu vill jag komma tillbaka som obligationsmarknaden. Då kan du skrämma alla". Talesättet gäller fortfarande, och en alltför vidlyftig politik kommer att vara svår att genomföra med de finansieringsbehov som finns. Den generösa politikens tid är slut, och konsekvenserna smärtsamma.

Ekonomisk tillväxt är samtidigt det enda sättet att långsiktigt lösa skuldfrågan. USA har visat det gång på gång, och kan göra det den här gången också. Europa däremot har en längre och svårare resa. Vi har i denna utgåva av Investment Outlook dedikerat vårt huvudtema till politiken och dess påverkan på finansmarknaderna. Dessa frågor är stora och behöver belysas. Debatten kring åtstramningar respektive stimulanser i Europa är ett exempel. Kan man omförhandla åtstramningsavtalen? Kan man vidta tillväxstimulerande åtgärder? Ja, det är mycket möjligt. Italien är ett exempel där politiken kan ses som tillväxtfrämjande.

På aktiemarknaderna har vi en situation som kan uppfattas som en paradox. Marginalerna i företagens resultat fortsätter att vara höga, trots låg tillväxt och pressade priser. Till viss del kan man förklara det med att det finns stor ledig kapacitet, att arbetslösheten är hög etc. men bilden är i själva verket mycket mer komplex. Ämnet är intressant och förtjänar en

djupare analys. En av förklaringarna kan vara att företagen idag är mycket mer flexibla i sina verksamheter, och på så sätt optimeras bättre. De höga marginalerna är en av faktorerna som ger ett visst hopp om aktiemarknaden, trots en relativt begränsad global tillväxt. I detta nummer har vi valt att dela upp aktieavsnittet i två delar, en som fördjupar sig i svenska och övriga nordens aktiemarknader, och en som fokuserar på den globala aktiemarknaden utanför Norden.

Den moderna investeraren rör sig idag mellan olika tillgångslag. Världen ger fler möjligheter än tidigare. Vi fångar upp en del av dessa möjligheter i våra Moderna Investeringsprogram, men allt får vi inte in i dessa portföljer. Skogsinvesteringar är en sådan sak. Intresset för att investera i skog är större än någonsin. Vi har tittat på de olika möjligheter som finns, och ställt avkastningsmöjligheterna mot andra tillgångslag. Är det värt risken? Eller är det bara en romantisk investering som ger dig ett naturområde du kan vistas i, men som du får vänta länge på att realisera värdet av?

En faktor som har bekymrat många placerare och som vi berört tidigare är att de mycket låga obligationsräntorna gör det svårt att placera kapital till begränsad risk, men med vettig avkastning. Den rådige vet dock bot. Det finns möjligheter, och i dagens investerarklimat där allt fler vill begränsa riskerna, är vårt tema i detta ämne viktig läsning.

Det här året är inget enkelt placerår (som om något år vore det!). Aktiemarknaderna började 2012 starkt och kan sluta bra, om tillväxten i världsekonomin håller. Den säkrare avkastningen hittar vi trots allt fortfarande i företagsobligationer. Vi har avverkat ett och ett halvt kvartal av ett år som blir intressant. Smärtsamt och svårt på många håll, men likväl ett intressant år.

HANS PETERSON

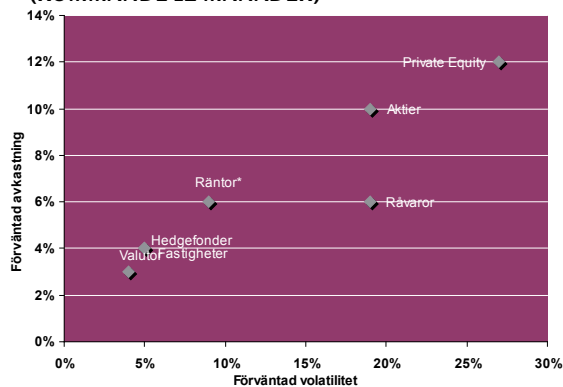
*CIO Private Banking
and Global Head of Investment Strategy*

	Förväntningar* kommande 12 mån		Kommentar
	avkastn.	risk	
Aktier ¹⁾	10%	19%	Kortsiktigt NEGATIVA - osäkerhet kring skuldkrisen i eurozonen och svajande tillväxt i USA. Positiva nyheter redan inprisat i kurserna. Långsiktigt POSITIVA . På sikt goda förutsättningar för aktiemarknaden. Tendenser till ökad riskvilja i investerarens jakt på avkastning. Starka balansräkningar och värderingar under historiskt snitt.
Räntor ²⁾	6%	9%	NEGATIVA till statsobligationer i OECD. Centralbanker håller fast vid stimulerande agendor. Fortsatt låga statsobligationsräntor i OECD gör att investerare söker avkastning på annat håll. POSITIVA till statsobligationer inom Emerging Markets där räntorna fortfarande hålls uppe. Sjunkande inflation i BRIC ger utrymme för obligationsräntorna att falla. POSITIVA till företagsobligationer med fokus på High Yield där räntegapen mot statsobligationer indikerar att marknaden prissätter en betydligt högre konkursandel än den troliga.
Hedgefonder	4%	5%	NEUTRALA / POSITIVA . Strategier med hög marknadsexponering har gynnats, men orolig finansieringsmarknad har gett ett generellt svårare klimat. Mindre svängningar i riskviljan ger goda förutsättningar för återhämtning.
Fastigheter	4%	5%	NEUTRALA . Stramare finansieringsvillkor och fortsatt osäkra ekonomiska utsikter gav lägre affärsaktivitet i början av 2012. Tillgångslagens samvariation till aktiemarknaden avtar och skapar bättre förutsättningar. REIT-marknaden mest intressant när riskviljan återkommer.
Private Equity	12%	27%	NEUTRALA . Fortsatta makroekonomiska och finansiella risker gör att PE-bolag i mindre grad kan förlita sig på fundamentala faktorer som tillväxt och kreditillgänglighet. Förstätt höga rabatter ger goda förutsättningar på sikt, men förvaltarens förmåga att generera alfa är den viktigaste nyckeln till framgång den närmaste tiden.
Råvaror ³⁾	6%	19%	NEUTRALA/POSITIVA . Bortsett från jordbruksråvaror är det konjunkturutvecklingen med fokus på Kina som är avgörande för prisutvecklingen för råvaror. Givet en kinesisk mjuklandning och att den globala tillväxten fortskrider i skaplig takt har flertalet råvaror, främst industrimetaller, potential att stiga.
Valutor ⁴⁾	3%	4%	NEUTRAL . På grund av oroligheterna för situationen i Spanien samt valen i Frankrike och Grekland är det troligt att euron kommer att handlas på en något lägre nivå. Återhämtning i USA:s ekonomi samt riskapiten medför sannolikt en starkare USD medan ytterligare stimuli av Fed skulle ha en försvagande effekt.

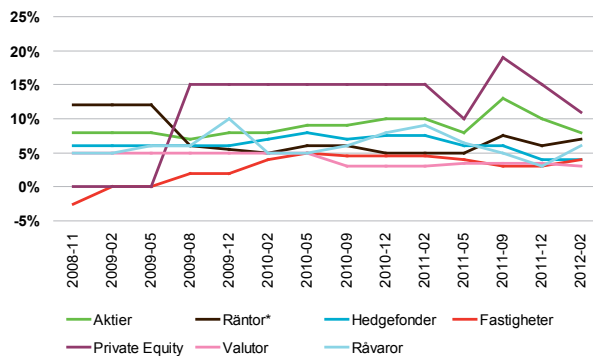
¹⁾ Prognos avser den globala aktiemarknaden. ²⁾ Prognos avser en korg med 1/2 Investment Grade och 1/2 High Yield.

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

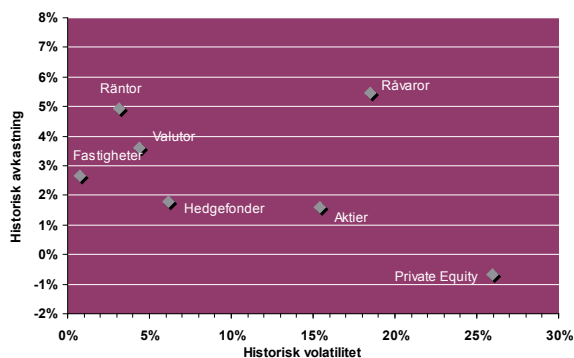
VÅR FÖRVÄNTADE AVKASTNING OCH RISK (KOMMANDE 12 MÅNADER)



FÖRÄNDRINGAR I VÅR FÖRVÄNTADE AVKASTNING



HISTORISK AVKASTNING OCH RISK (2002-05-31 TILL 2012-04-30)

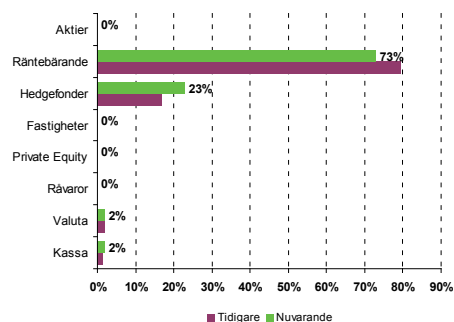


HISTORISK KORRELATION (2002-05-31 TILL 2012-04-30)

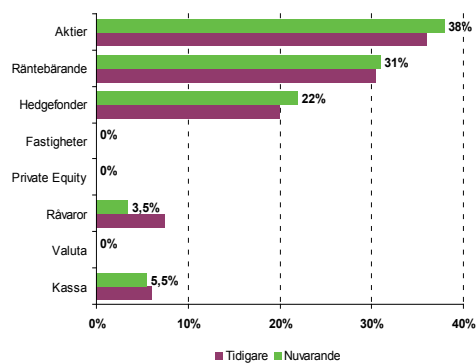
	Aktier	Räntor	Hedge	Fastigheter	Private Equity	Råvaror	Valutor
Aktier	1,00						
Räntor	-0,46	1,00					
Hedge	0,59	-0,30	1,00				
Fastigheter	-0,12	0,08	-0,05	1,00			
Private Equity	0,85	-0,36	0,67	-0,13	1,00		
Råvaror	0,24	-0,15	0,67	-0,05	0,38	1,00	
Valutor	-0,18	0,19	0,16	-0,09	-0,05	0,07	1,00

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.

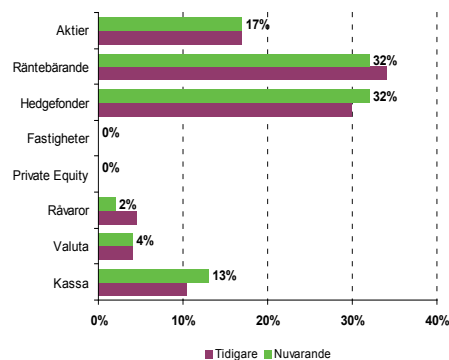
VIKTER MODERN PROTECTION



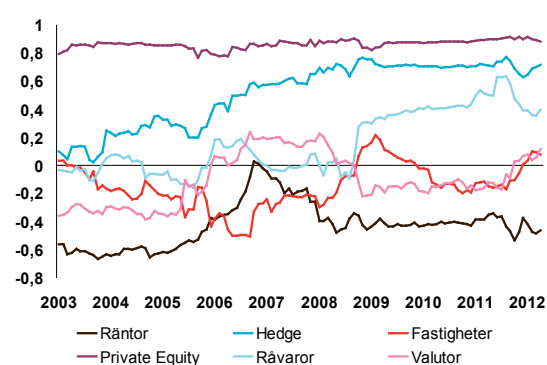
VIKTER MODERN AGGRESSIVE



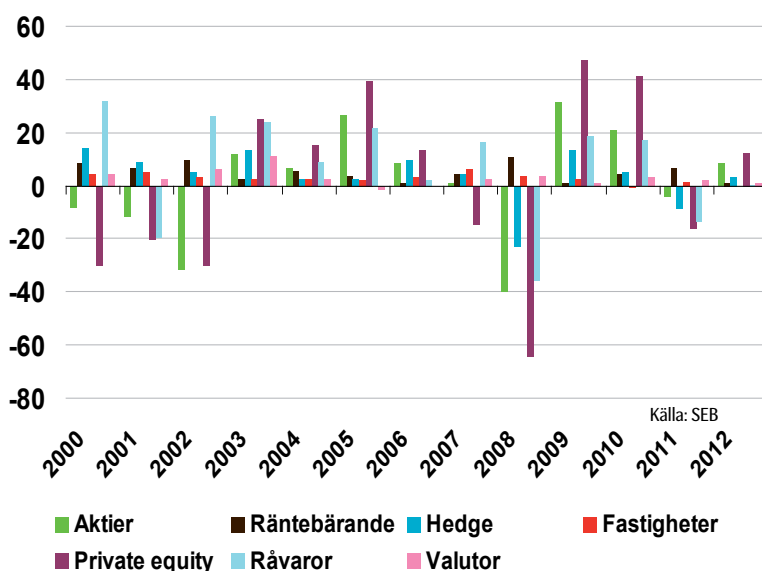
VIKTER MODERN GROWTH



RULLANDE 36-MÅNADERS KORRELATIONER MOT MSCI WORLD (EUR)



DE OLIKA TILLGÅNGSSLAGENS UTVECKLING SEDAN 2000



Avkastningen för 2012 är fram till 30 april.

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.



En omväxlande världskonjunktur

- *Vinterns stigande riskapitet och framtidstro...*
- *...har följts av förnyad oro med Spanien i fokus*
- *Kristallkulan visar alltjämt tilltagande världstillväxt, men riskerna har åter ökat något*

Europeiska Centralbankens (ECB:s) 3-årslån till banker var under vintern katalysator för en våg av lättnad, speglad i stigande riskapitet och framtidstro. Därefter har emellertid oron återvänt. Spaniens fördjupade kris och den politiska oredan i Grekland har på nytt betonat de allvarliga risker och utmaningar som euro-samarbetet möter, och konjunkturtecknen i USA har blivit mer blandade. Emerging Markets (EM)-sfärens ekonomier gör samtidigt en mjuklandning med bibehållen ganska hög tillväxt. Det stöttar världsekonomin, dock utan att lyfta den. Globala BNP spås ändå växa drygt 3,5 procent i år, och drygt 4 procent 2013.

Sedan ett par månader tillbaka har riskbilden i viss mån förskjutits åt det negativa hållet. En fördjupad statsfinansiell kris i Euroland kvarstår som mest troliga drivkraft för en recession i hela OECD-området. Potentialen för en bättre utveckling än väntat ligger alltjämt främst i om USA:s ekonomi går in i en mer stabil uppgångsfas, med positiva spridningseffekter till övriga världsekonomin. Utsikter till klart lägre inflation ger samtidigt utrymme för ihållande mycket stimulerande penningpolitik i OECD, och räntesänkningar i EM-sfären.

Amerikanska ekonomin tuffar på

USA:s ekonomi har de senaste månaderna utvecklats ungefär som väntat. Sysselsättningen accelererade i vintras, vilket dock delvis berodde på historiskt varmt vinterväder, och BNP-tillväxten växlade föga överraskande ned under första kvartalet, till drygt 2 procent från fjärde kvartalets 3 procent. Vi spår att BNP ökar 2,5 procent i år, och lite snabbare 2013. Bland riskerna på kort sikt finns höga olje- och bensinpriser, och senare i år kan osäkerhet uppstå på grund av finanspolitisk oro inför presidentvalet den 6 november och budgetutskifterna för 2013. Arbetslösheten planar ut i år, men faller 2013. Nästa år blir även inflationen betydligt lägre, och sådana perspektiv lämnar dörren på glänt för ytterligare obligationsköp (QE3) av centralbanken Federal Reserve.

Ny finansiell orosvåg i Euroland

Efter stabiliseringen inledningsvis 2012 har statsfinansorn i Europa åter eskalerat, med fokus på Spaniens statsfinanser, politiska situationen i Grekland och mollstämda makroutsikter. Sannolikheten för att Spanien liksom Grekland, Irland och Portugal tvingas ansöka om nödlån har ökat. Spaniens – och även Italiens – nya regering har dock en politisk kurs tydligt inriktad på reformer samt ordning och reda i statsfinanserna. Vårt huvudscenari är ändå att Spanien tvingas söka nödlån, men att eurosamarbetet håller samman. Finansorn har fått konjunkturen i unionen att falla tillbaka efter stabiliseringen i början av året. Eurolands BNP bedöms minska drygt 0,5 procent 2012, och växa knappt 1 procent 2013. Trots årets recession och finansorn har ECB suttit stilla i båten. Sannolikheten för ett nytt 3-årslån till bankerna ter sig därför låg.

Kort brittisk recession

BNP föll både det fjärde kvartalet i fjol och det första kvartalet i år, varför Storbritannien i vinter har varit i recession. Den spås dock spås dock bli kort. Visserligen tyngs konjunkturen av finanspolitisk åtstramning och svag arbetsmarknad, men flera ledande indikatorer har stigit betydligt sedan i höstas. Vår prognos är att BNP växer 0,5 procent i år, och drygt 1,5 procent 2013. Den brittiska inflationen överstiger målet på 2 procent i år, men blir lägre nästa år. Bank of England har lagt ytterligare obligationsköp på is, och styrräntan ser ut att förbli 0,5 procent åtminstone fram till början av 2014.

Norden drabbas, men klarar sig bra

Svagare global efterfrågan hämmar tillväxten i de exportberoende nordiska ekonomierna. För 2012 blir BNP-tillväxten endast cirka 0,5 procent i Danmark, Finland och Sverige. I Norge – som har en stark inhemsk ekonomi – växer däremot BNP mer i år än i fjol. Ganska goda statsfinanser och överskott i bytesbalanserna innebär att länderna i Norden har manöverutrymme under perioden med ekonomisk kris i andra delar av Europa.

Japanska återhämtningen är på spåret

Återhämtningen i Japans ekonomi fortgår tack vare återuppbyggnaden efter fjolårets naturkatastrof och expansiv finanspolitik. BNP-tillväxten 2012 och 2013 spås bli drygt 2 respektive drygt 1,5 procent. Men orosmoln finns, främst i form av problem med landets energiförsörjning och dyr olja. Stor ledig kapacitet

gör att deflationen – de allmänt fallande priserna – biter sig fast för fjärde året i rad, när också 2012 troligen blir ett år med sjunkande konsumentpriser. Det ihop med oönskat stark valuta utgör argument för ihållande nollräntepolitik lång tid framöver, och även kanske fler obligationsköp signerade Bank of Japan.

Asiens EM-ekonomier ohotad global tillväxttetta

Asien exklusive Japan toppar tillväxtligan i världen också 2012. De flesta asiatiska ekonomier växte upp något i början av 2012, och högre tillväxt spås prägla det andra halvåret samt 2013. Inflationen har sjunkit tillbaka tack vare lite svalare konjunktur samt lägre råvarupriser, och prisdämpningen väntas fortsätta i många länder. Lägre inflation bidrog till att Indiens centralbank sänkte styrräntan i april.

Kinas BNP växte drygt 8 procent första kvartalet, en rejäl inbromsning från 2011. Bedömningen är dock att tillväxtbotten snart kommer att nås, och BNP spås växa 8,5 procent 2012, och drygt 8,5 procent 2013. Inflationen har fallit betydligt sedan toppen förra sommaren. Centralbanken bedöms fortsätta sänka kassakraven på bankerna, och vår kristallkula visar en kinesisk räntesänkning under tredje kvartalet i år.

Konjunktursvackan i Indien bedöms ha bottnat sista kvartalet i fjol när BNP-tillväxten bromsade in till drygt 6 procent. Ledande indikatorer såsom inköpschefsindex har vänt uppåt sedan ett halvår tillbaka. BNP väntas växa 7 procent 2012, och 7,5 procent nästa år. Inflationstakten har sjunkit något, men torde stiga igen 2013. Utrymmet för fler räntesänkningar är därför begränsat.

Flera fina makrokort i Latinamerika

I fjol växte Latinamerikas BNP drygt 4,5 procent, med länder som Argentina, Chile, Columbia och Peru i täten. I år stundar en inbromsning för regionen som helhet, till drygt 3,5 procent, medan nyckellandet Brasilien ser ut att lägga in lite högre växel än i fjol. Det är något som sedan på bred front bedöms prägla 2013, då BNP i Latinamerika prognostiseras att växa

cirka 4,5 procent. Inflationen i regionen – som nådde över 7 procent 2011 – bedarrar något i år, men biter sig ändå kvar högt. Bland positivare latinamerikanska makrokort finns stark handelsbalans, små budgetunderskott och en total offentlig skuld på endast knappt 35 procent av BNP.

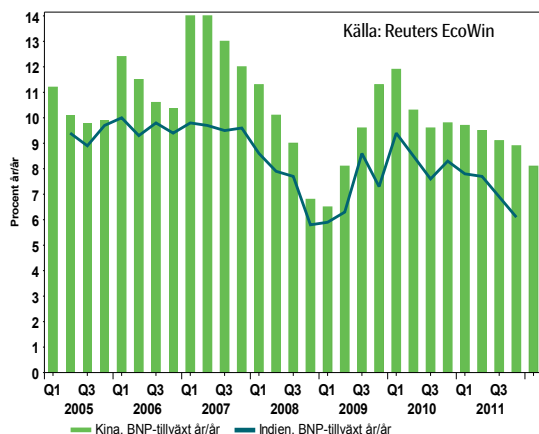
Östeuropas ekonomier framåt - i olika takt

Östeuropas ekonomier rör sig framåt i olika takt 2012-2013 till följd av varierande exportberoende och olika grad av finansiella liksom handelsmässiga länkar till Euroland. De norra delarna med Ryssland och Polen står emot eurokrisen relativt väl, medan delar av den centrala och främst södra regionen drabbas hårdare. Baltikum och Tjeckien hör till "medeldrabbade" medan Bulgarien, Kroatien, Rumänien, Ungern och Ukraina är "mest drabbade", som en följd av relativt starka bankband med Euroland.

Under 2011 hade Baltikum den högsta ekonomiska tillväxten i EU, men i slutet av fjolåret påbörjades en nedväxling vilken var helt betingad av konjunkturedgången i omvärlden, främst Väst Europa. Exporten förblir relativt svag under det närmaste året och investeringarna sviktar, medan konsumtionen växer i hygglig takt. Stålbadspolitiken är över, även om Lettland och Litauen i år fortsätter att strama åt sina budgetar. Lönerna ökar måttligt, och det finns uppdämda köpbehov efter den djupa krisen 2009. Vi spår att BNP i Baltikum ökar 1,5-3,0 procent i år, och lite snabbare 2013.

En omväxlande världsekonomi

Den globala BNP-tillväxten i fjol på 3,9 procent (köpkraftsparitetsjusterat) bedöms i år följas av en nedväxling till drygt 3,5 procent, medan prognoskorten för 2013 visar en uppväxling till drygt 4 procent. EM-sfären växer fortsatt avsevärt snabbare än OECD-området, eller nästan 6 procent att jämföra med cirka 2 procent. Prognoserna för världen är marginellt uppreviderade jämfört med våra bedömningar daterade februari 2012.



KINAS OCH INDIENS EKONOMIER BROMSAR GANSKA MJUKT

Efter den grunda svackan 2008/2009 accelererade BNP-tillväxten i Kina och Indien, för att sedan från mitten av 2010 gradvis bromsa in (statistik för Q1 2012 finns ännu inte för Indien). Att döma av den senaste tidens indikatorer närmar sig nu de bägge ekonomierna en aktivitetsbotten, och vår prognos är att tillväxten successivt växlar upp från sommaren i år och framåt.



Beredskap för en ny dos av turbulens

Risk i olika skepnader är åter på investerares läppar, och den politiska utvecklingen i bland annat Europa ger inte heller stöd åt marknaderna. En mer återhållsam inställning till risk är klart befogad, och vi har sedan april minskat konjunkturkänsligheten i Modern Growth och Modern Aggressive. I Modern Protection har vi minskat de positioner som är mest beroende av investerares riskvilja.

MODERN PROTECTION

Den amerikanska 10-åriga statsräntan ligger i skrivande stund på 1,84 procent, marginellt lägre än vid årsskiftet (1,88 procent), men denna jämförelse visar inte det faktum att räntan i mars steg till 2,37 procent för att sedan falla tillbaka. Denna rörelse sammanfaller med att amerikansk makrostatistik generellt var starkare än väntat under årets första månader – vilket höjde förhoppningarna om ett bättre amerikanskt konjunkturscenario – för att sedan hamna under analytikernas estimat sedan början av april. Den tyska långräntan har efter några korta svängar uppåt fallit ned till 1,52 procent. Globala statspapper har sedan årsskiftet stigit knappt en procentenhet enligt JP Morgan Global GBI index mätt i euro.

Prognosmakare har sedan årsskiftet gradvis skruvat upp sina BNP-estimat, och vi spår att makroekonomiska data inte i lika stor utsträckning kan överraska marknaden positivt. Efter ett starkt första kvartal för risktillgångar generellt ser vi därför större risk för att marknaden tar mer intryck av negativa nyheter. Till exempel har euro-oron åter intagit scenen, denna gång med Spanien i huvudrollen. Vidare befarar allt fler aktörer en hårdlandning i den kinesiska ekonomin – något som skulle slå mot den globala återhämtningen.

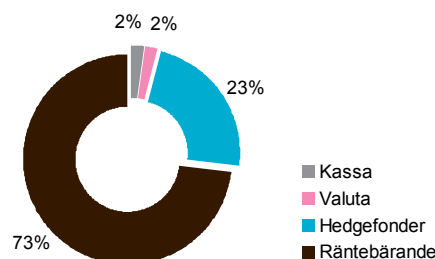
För en lågriskportfölj som Modern Protection blir det allt viktigare att söka efter avkastningsströmmar som är oberoende av konjunkturen och investerares riskvilja. I april har vi därför minskat vår exponering mot High Yield till 2,6 procent från 4,6 procent. Även om de underliggande argumenten är de samma – starka företagsbalanser, attraktiv räntedifferens mot statsobligationer och "default rates" (antal kredithändelser, som konkurser och omstruktureringar) under historiskt snitt – är tillgängsslaget även känsligt mot investerarkollegiets vilja att hålla risk.

I ett scenario med avtagande riskvilja drabbas även Emerging Markets-obligationer utgivna i lokal valuta. Visserligen lockar fortfarande de höga räntenivåerna, men i en skakig marknad kommer kapital att söka sig till "säkra" valutor som den amerikanska dollarn, med svagare EM-valutor som följd. Vi har därför sålt vårt 2-procentiga innehav i EM Debt.

I övrigt behåller vi våra positioner inom ränteportföljen. 25 procent är i korta obligationsfonder, och 35 procent är i fria räntemandat som har möjlighet att skapa avkastning oavsett räntemarknadens riktning. Cirka 6 procent är investerat i Leveraged Loans, som kan beskrivas som High Yield-obligationer, men med kreditsäkerhet i bolagens tillgångar samt rörlig ränta.

I hedgeportföljen har vi ökat allokeringen till Credit L/S-strategin till 4,5 procent. Strategin tenderar att gå bra när kreditmarknaden har det motigt. Denna position ska ses i kombination med positionerna inom High Yield och Leveraged Loans, och ämnar balansera ut kreditrisken i portföljen. Totalt uppgår hedgeportföljen till 23 procent, med tyngdpunkt på Market Neutral och Multi-Strategy.

Med dessa förändringar bör portföljen stå emot en period med marknadsoro, men vi bevakar utvecklingen på kreditmarknaden nog för att eventuellt justera positionerna ytterligare.



MODERN GROWTH

Risktillgångar öppnade året starkt och steg kraftigt under de första månaderna, men har sedan mitten av mars varit i fallande trend. Som vi befarade i förra Investment Outlook (utgiven 21 februari 2012) har makroekonomisk data från USA varit svagare än väntat i april, och oron för eurozonen har åter ökat – denna gång med Spanien i fokus. Blickar vi österut har statistik från den kinesiska tillverkningsindustrin signalerat avtagande aktivitet, och investerare oroar sig alltmer för en eventuell hårdlandning i den kinesiska ekonomin.

Sammantaget har vår syn på den globala ekonomin inte ändrats nämnvärt, men vi anser att risken för en recession i OECD har ökat något. Vi räknar även fortsättningsvis med att Emerging Markets, och framför allt Asien, kommer att vara den globala ekonomins tillväxtmotor, och att de industrialiserade länderna inte når upp till potentiell tillväxttakt. Att ekonomin växer betyder dock inte nödvändigtvis att aktiemarknaderna stiger. Det mesta av den ekonomiska tillväxten i USA verkar nu vara inprisad i aktiekurserna, och marknader har inte samma stöd från makrodata. Det närmaste kvartalet lär bolagsrelaterade nyheter och euro-oro vara de huvudsakliga marknadsdrivande faktorerna, parat med centralbankers eventuella ingripanden (huvudsakligen amerikanska Federal Reserves, Feds, eventuella lansering av QE3).

Det innebär att vi har skruvat ned avkastningsförväntningarna för risktillgångar och vi minskade i början av april de mest konjunkturkänsliga positionerna. Inom aktier har vi halverat exponeringen mot Emerging Markets och ökat motsvarande del i globala aktier – på så sätt behåller vi den totala aktieandelen på 17 procent, men minskar portföljens mest riskfyllda exponeringar. Globala aktier uppgår nu till 12 procent, medan Norden och Emerging Markets tillsammans utgör 5 procent.

Räknat på analytikers estimat är aktievärderingar på rimliga nivåer, och låga räntor talar för att aktier kan stiga ännu mer. Vinstmarginalerna är dock på historiskt höga nivåer. Företagens vinster kan framöver pressas av ihärdigt höga olje- och övriga energipriser, och på sikt ser vi risk för att högre kostnader och lägre vinstmarginaler kan pressa värderingarna. I dagens klimat med låg underliggande ekonomisk tillväxt är det därför extra viktigt – men också svårt – att hitta bolag som växer.

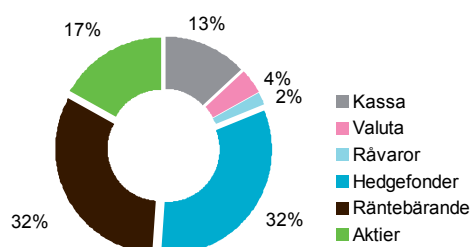
Med en svagare global tillväxt sätts även råvaror under press. Svag kinesisk tillväxt minskar efterfrågan på till exempel industrimetaller. Jordbruk ser däremot ut att få en god skörd i år med förhållandevis gynnsamma väderprognoser i korten. De blandade utsikterna gör att vi har minskat råvaruexponeringen generellt, som nu står för 2 procent av portföljen.

Bäst riskjusterad avkastningspotential ser vi alltså inom företagskrediter. De underliggande argumenten är fortfarande de samma – banker måste banta sina balansräkningar och företag väljer allt mer att låna på obligationsmarknaden istället för via banker. Segmentet växer samtidigt som bolagen har starka balansräkningar. Även om kreditvärderingsinstitutet Moody's höjde sin prognos för globala kredithändelser ("default rate", exempelvis konkurser och omstruktureringar) är den fortfarande lägre än det 5-procentiga historiska snittet. Samtidigt prisar obligationsmarknaden in en default rate på strax under 8 procent. Räntedifferensen mot statsobligationer har förvisso sjunkit stadigt sedan årssiftet, men nivån är fortfarande attraktiv. Vi behåller exponeringen mot företagskrediter på 30 procent.

Däremot har vi inom tillgångsslaget räntebärande halverat positionen mot Emerging Markets-obligationer i lokal valuta. Visserligen lockar fortfarande de höga räntenivåerna, men i en skakig marknad kommer kapital att söka sig till "säkra" valutor som den amerikanska dollarn, med svagare EM-valutor som följd. Lanserar Fed en ny runda QE under andra halvåret (vilket ligger i våra prognoser), lär USD försvagas, men stabila industridata från USA minskar sannolikheten för en ny intervention. På längre sikt håller fortfarande argumenten för EM Debt, men mot bakgrund av osäkerheten på kort sikt samt det generella marknadssentimentet har vi minskat exponeringen till 2,5 procent.

Hedgeportföljen har sedan årsskiftet haft en begränsad utveckling. Även om strategierna Event Driven och Multi-Strategy har utvecklats positivt, har CTA (där vi har störst allokering) tappat. Hedgefondförvaltare och inte minst CTA-förvaltare har generellt haft svårt att skapa avkastning den senaste tiden på grund av allt högre korrelation mellan tillgångarna, samt snabbt fluktuerande trender. I april ökade vi allokeringen till Credit L/S som tenderar att gå bra när kreditmarknaden går ned generellt. Denna position ska ses i kombination med den stora exponering vi har mot High Yield-obligationer.

Sammantaget är portföljen mer defensivt positionerad jämfört med för ett kvartal sedan. Detta för att stå emot en period med mer oroliga marknader. Vi står också redo att minska konjunkturkänsligheten ännu mer om utsikterna för tillgångsslagen försämras.



MODERN AGGRESSIVE

Årets starka uppgång i risktillgångar kom av sig i mitten av mars, och har sedan dess varit i fallande trend. Volatilitetsindex, VIX, som ofta ses som ett mått på investerarens riskaversion, föll till under 15-nivån i mars för att åter stiga till över 20 i början av april. I skrivande stund är indexet åter runt 16-nivån. Historiskt (sedan 1990) har VIX noterat nivåer under 11 vid ett antal tillfällen, men dagens nivåer är i det nedre intervallet sedan finanskrisens början. Utan att dra några akademiska slutsatser kan vi notera att världsbörsen sedan 2007 vid flera tillfällen tappat över 10 procent efter att VIX noterat nya bottennivåer. På sätt och vis kan man därför se låga VIX-noteringar som lugnet före stormen, vilket också föranleder vår mer återhållsamma inställning till risk i dagsläget.

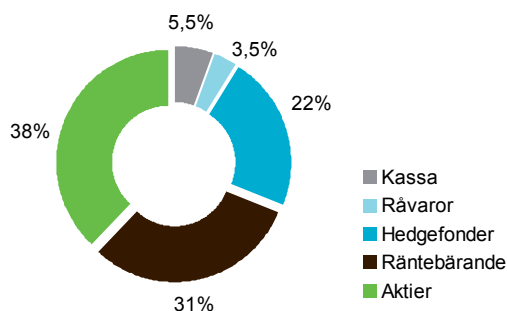
Även om vår syn på den globala ekonomin inte ändrats nämnvärt har vi efter den starka uppgången skruvat ned avkastningsförväntningarna för risktillgångar, och i början av april minskade vi de mest konjunkturkänsliga positionerna. Inom aktier har vi halverat exponeringen mot Emerging Markets och ökat motsvarande del i globala aktier – på så sätt behåller vi den totala aktieandelen på 38 procent, men minskar portföljens mest riskfyllda exponeringar. Globala aktier uppgår nu till 26 procent, medan Norden och Emerging Markets tillsammans utgör 12 procent. Den globala aktieportföljen är generellt skruvad åt nischmarknader som har tillväxtpotential även i ekonomier med låg tillväxt, såsom asiatisk privatkonsumtion samt vissa bolag inom teknologisektorn.

Oron för en hårdlandning i den kinesiska ekonomin har tilltagit gradvis, vilket också satt råvaror under press. Svag kinesisk tillväxt minskar efterfrågan på exempelvis industrimetaller, medan jordbruk ser ut att få en god skörd i år med förhållandevis gynnsamma väderprognoser i korten. De blandade utsikterna gör att vi har minskat råvaruexponeringen generellt, som nu står för 3,5 procent av portföljen.

Bäst riskjusterad avkastningspotential ser vi alltså inom företagskrediter. De underliggande argumenten är fortfarande desamma – banker måste minska på sina balansräkningar och företag väljer alltmer att låna på obligationsmarknaden istället för via banker. Segmentet växer samtidigt som bolagen har starka balansräkningar. Även om kreditvärderingsinstitutet Moody's höjde sin prognos för globala kredithändelser ("default rate", till exempel konkurser och omstruktureringar) till 3 procent för 2012 är den fortfarande lägre än det 5-procentiga historiska snittet. Samtidigt räknar obligationsmarknaden med en default rate på cirka 8 procent. Räntedifferensen mot statsobligationer har förvisso sjunkit stadigt sedan årsskiftet, men nivån är fortfarande attraktiv. Vi behåller exponeringen mot företagskrediter på 22 procent.

Hedgeportföljen har sedan årsskiftet haft en begränsad utveckling. Även om strategierna Event Driven och Multi-Strategy utvecklats positivt, har CTA (där vi har störst allokering) tappat. Hedgefondsförvaltare och inte minst CTA-förvaltare har generellt haft svårt att skapa avkastning den senaste tiden på grund av allt högre korrelation mellan tillgångar, samt snabbt fluktuerande trender. I april tog vi även in strategin Credit L/S som tenderar att gå bra när kreditmarknaden går ned generellt. Denna position ska ses i kombination med den stora exponering vi har mot High Yield-obligationer.

Sammantaget är portföljen mer defensivt positionerad jämfört med för ett kvartal sedan. Detta för att stå emot en period med mer oroliga marknader. Vi står också redo att minska konjunkturkänsligheten ännu mer om utsikterna för tillgångslagen försämras.





Åtstramning eller tillväxt - eller både och

- *Ensidig åtstramningspolitik möter nu ett växande motstånd och ifrågasätts allt mer...*
- *... istället har åtgärder ämnade att främja tillväxt hamnat högst upp på politiska agendor*
- *Det finns även recept som innebär att åtstramning bäddar för tillväxt*

Det statsfinansiella förfallet i en stor grupp OECD-länder har pågått i åtskilliga decennier, när underbalansering av budgetar för att stötta tillväxten i lågkonjunkturer inte har matchats av lika stor överbalansering i perioder med högkonjunktur. Nationalekonomen Keynes recept har således inte följts till punkt och pricka.

Till följd av detta har många länders statsskulder trendmässigt ökat under efterkrigstiden, både i absoluta tal och som andel av bruttonationalprodukten (BNP). I början av det nya millenniet hade den samlade statsskulden i industrilandsområdet OECD vuxit till cirka 65 procent av BNP. Resultaträkningen – budgetsaldot – visade samtidigt röda siffror, vilka dock inte var särskilt stora just då; 1-2 procent av BNP.

Krisen spreds som en löpeld

Därefter förvärrades läget dramatiskt av den finans- och konjunkturkris som inleddes under 2007 på grund av subprime-problemen i USA, och som sedan via olika kanaler spred sig likt en löpeld i amerikansk och global ekonomi. Krisens kulmen nåddes under våren 2009. De offentliga budgetunderskotten i OECD hade då formligen exploderat, när olika finanspolitiska brandkårsuttryckningar framtvings för att rädda finanssystemen och industribranscher, och den djupa recessionen gjorde att staters inkomster föll och utgifter steg.

Ett par år senare hade OECD:s offentliga skuld svällt till närmare 100 procent av BNP. En offentlig skuld av sådan storlek bär med sig stora problem i form av bland annat höga räntor, samt stigande finansieringskostnader för banker ihop med ökad restriktivitet i deras utlåning. Detta drabbar sammantaget den ekonomiska tillväxten.

Den exempellösa försämringen av de offentliga finanserna gjorde budgetåtstramningar oundvikliga. I de flesta fall har detta skett under tvång från främst finansmarknaden, Internationella Valutafonden (IMF) och EU. I utbyte mot tuffa budgetåtgärder har flera stater i Europa erhållit nödlån från den så kallade trojkan; EU/Europeiska centralbanken (ECB)/IMF. Ratinginstitutens massiva nedgraderingar av ett stort antal länders kreditvärdighet har också bidragit till att skärpa trycket på offentlig budgetsanering.

Hårda sparbeting i samtliga fall

I Europa har GIIPS-länderna – Grekland, Irland, Italien, Portugal och Spanien – stått i fokus. Men medan Grekland, Irland och Portugal har tvingats ansöka om nödlån från EU/IMF, kan Italien och Spanien alltjämt finansiera sina statsbudgetunderskott med lån på den reguljära räntemarknaden – om än till höga räntor (SEB spår dock att Spanien snart står på tur för nödlån). I samtliga fall har länderna tvingats underkasta sig hårda sparbeting, vilka kompletterats med krav på åtgärder för att förbättra ekonomiernas funktionssätt och internationella konkurrenskraft.

Under det tredje kvartalet i fjol stegrades finansörns brant när statsfinansproblemen för länder som Grekland, Italien och Spanien eskalerade – i såväl Italien som Spanien tillträdde efter en tid nya regeringar – och USA:s kreditbetyg sänktes.

I spåren av denna marknadsdramatik väcktes ambitionen att öka på utlåningskapaciteten för Eurolands nödlånefond EFSF (European Financial Stability Facility), och i mars enades valutaunionens finansministrar om en tillfällig "finansiell brandvägg" på 800 miljarder euro. Mot slutet av 2011 insåg också ECB att det europeiska banksystemet var i akut behov av finansiellt stöd, varför ett första treårslån erbjöds bankerna i december följt av ett andra lån i februari. Totalt lånade bankerna därmed cirka 1 000 miljarder euro (brutto) av ECB.

Fjölårets finansörer föranledde också en process för att utveckla ett nytt verktyg för tuffare budgetdisciplin i EU, något som i januari resulterade i den nya finanspakten (fiscal pact). Denna innehåller kravet att ett lands offentliga underskott inte får vara större än 0,5 procent av BNP, och skarpa sanktionsmöjligheter mot EU-länder vilka bryter mot denna regel.

Som en konsekvens av finans- och konjunkturkrisen 2007-2009 samt åtföljande dramatiska försämringar i de offentliga finanserna, präglas det ekonomisk-politiska landskapet i Europa av:

- Rekordlåga styrräntor och andra former av penningpolitiskt stöd (fördelaktiga lån, obligationsköp etc.).
- Nödlånefonder (EFSF/ESM, European Stability Mechanism) av betydande storlek, med IMF-pengar i bakgrunden.
- Osedvanligt stram budgetpolitik – som är tänkt att skärpas ytterligare med hjälp av finanspakten – ämnad att minska orimligt stora och skadliga offentliga budgetunderskott liksom skulder.
- Strukturpolitik syftandes till att få ekonomier att fungera bättre, och bli mer konkurrenskraftiga.

Den stimulerande och stöttande penningpolitiken i Euroland har bara i viss mån kunnat kompensera för den strama budgetpolitiken, varför främst GIIPS-länderna under det senaste halvåret noterat snabbt fallande BNP, brant stigande arbetslöshet, samt växande missmod och åtstramningströtthet bland hushåll och företag. Hela Eurolands ekonomi har i vinter balanserat på gränsen till en recession, och risken för en sådan kan ingalunda avskrivras.

Detta missmod i inte minst Sydeuropa har fått utlopp dels via demonstrationer – i många fall våldsamma och med stor skadegörelse – och strejker utlysta av fackförbund, dels via de val som hållits, senast presidentvalet i Frankrike och parlamentsvalet i Grekland den 6 maj.

I Frankrike fick högerens Nicolas Sarkozy – förknippad med budgetdisciplin och närstående Tysklands "stränge" förbundskansler Angela Merkel – se sig besegrad av den mer

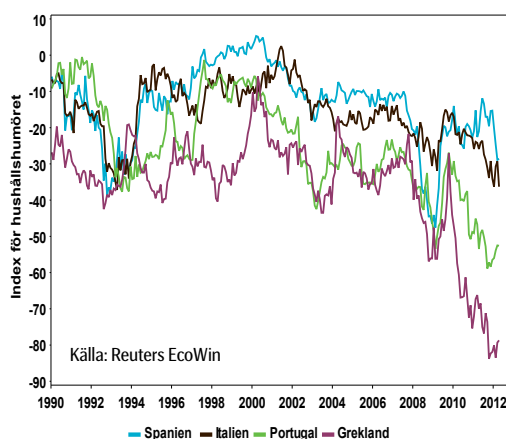
tillväxtorienterade socialisten Francois Hollande. I Grekland led de partier som associeras med det senaste årets hårdhänta budgetpolitik och mänskliga umbäranden – Pasok och Ny Demokrati – stora nederlag, medan missnöjespartier långt ut på både vänster- och högerkanten nådde betydande opinionsframgångar. Då försöken att bilda en ny regering misslyckades, stundar nyval i juni.

Ett annat exempel på att nya vindar har börjat blåsa är regeringskrisen i Nederländerna mot slutet av april. Krisen utlöstes av att stödpartiet (Frihetspartiet) till premiärminister Mark Ruttes minoritetsregering vägrade acceptera de åtstramningar som krävs för att landet 2013 ska ha minskat budgetunderskottet till 3 procent av BNP. Händelsen visar att strävan efter budgetordning och reda skapat opposition till och med i ett land som varit Tysklands allierade när det gällt åtstramningslinjen. När sedan förbundskansler Angela Merkels parti CDU åkte på en svidande förlust i delstatsvalet i Nordrhein Westfalen, indikerades att inte ens tyskarna gillar åtstramningarna.

Påverkat av att momentum för den skarpa åtstramningspolitiken plötsligt tappats har också EU – påhejat av IMF – flaggat för möjligheten till en mer tillväxtorienterad politik. Hur ECB – som uppenbarligen känner oro för att politikerna ska slå av på åtstramnings- och reformtakten – skulle reagera på det återstår att se.

På högsta politiska nivå har nu Europeiska rådets ordförande Herman Van Rompuy kallat till ett informellt extra EU-toppmöte den 23 maj för att ta upp tillväxt och jobbskapande på den europeiska politiska agendan.

Ett "taktiskt" argument för att på EU-nivå inleda diskussioner kring tillväxten och dess förutsättningar skulle kunna ha bäring på maktskiftet i Frankrike, liksom även på det faktum att förutsättningarna för ekonomisk tillväxt är mycket sämre i Frankrike än i Tyskland.



DET STORA MISSMODET HAR DRABBAT SYDEUROPA

Ett förnyat djupt konjunkturfall, dramatiskt ökad arbetslöshet och tuffa offentliga budgetnedskärningar har satt djupa spår i humöret hos hushållen i Sydeuropa, inte minst i Grekland. En reaktion har blivit våldsamma demonstrationer och vittomfattande strejker.

Under den franska valkampanjen lanserade Hollande förslag om höjda skatter på höga inkomster, förmögenheter och franska näringslivet – inte minst finanssektorn – men även några expansiva finanspolitiska åtgärder, såsom anställningar av nya lärare i offentlig sektor och höjda minimilöner. Skillnaderna jämfört med Sarkozy beträffande ambitionerna för statsbudgetens utveckling under de närmaste åren är ändå ganska små på sista raden, även om Hollande ivrigare förespråkar bruket av skattevapnet för att minska underskottet, med målet en balanserad budget 2017. Historien visar också att perioder med socialistiskt styre i Frankrike inte har inneburit en sämre budgetdisciplin än när högern haft makten.

Hollande vill ha tillväxtverktyg

Att Hollande ändå anses utgöra ett hot mot den budgetdisciplin som varit ekonomisk-politisk ledstjärna i Europa sedan några år tillbaka beror främst på att han i valrörelsen utlovat att som president omförhandla den nya finanspakten, senare modifierat till att pakten behöver kompletteras med verktyg som främjar ekonomisk tillväxt. Och genom att på EU-nivå fokusera mer på tillväxt och tillväxtens drivkrafter kan nog Hollande uppleva att grannländerna går honom till mötes, och han kan då lättare acceptera tidigare ingångna överenskommelser.

Hollandes politiska agenda är egentligen motsägelsefull, eftersom en budgetkonsolidering med fokus på skattehöjningar går på tvärs mot ambitionerna att öka tillväxten. Skattetrycket i Frankrike är nämligen redan på en nivå som tveklöst hämmar ekonomisk expansion och konkurrenskraft. Totala beskattningen av arbete motsvarar 18,5 procent av BNP i Frankrike mot knappt 17 procent i Tyskland, medan siffrorna för summan av indirekta skatter uppgår till nästan 15 respektive drygt 11 procent av BNP.

Att dessa skillnader i beskattning har påverkat den franska konkurrenskraften visas tydligt av utvecklingen för styckarbetskraftskostnaderna, som sedan år 2000 stigit 28 procent i Frankrike mot 5 procent i Tyskland. Franska kostnadsstegringar ligger därmed inte särskilt långt efter de i flera av GIIPS-länderna. Om inte företag i Frankrike erbjuds betydligt bättre förutsättningar att konkurrera genom att skatter sänks och strukturella reformer genomförs, är det svårt att se hur EMU på längre sikt ska kunna hålla ihop.

Just tillväxtfrämjande strukturella reformer – på överstatlig och nationell nivå – är på väg in mot fokus i den ekonomisk-politiska debatten i Europa, när nu vikten och värdet av ensidiga besparingar ifrågasätts allt mer. De – trots allt – nödvändiga offentliga sparbetingen torde därför gradvis bli mer utsträckta i tiden. Bland annat har Italien nyligen satt stopp för en del planerade skattehöjningar, och ersatt en tänkt moms-höjning med nedskurna statsutgifter.

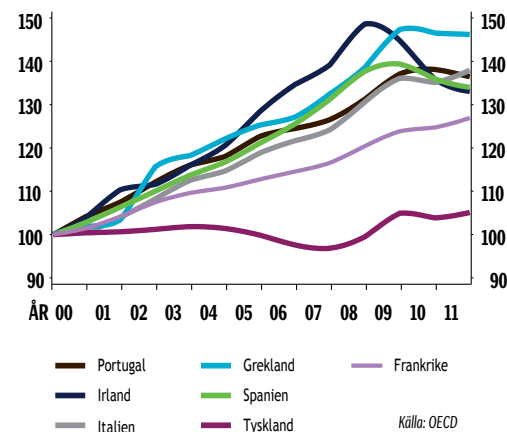
Enligt uttalanden från Hollande borde en tillväxtpakt (growth pact) innehålla 1) lanserandet av euro-obligationer för att

finansiera infrastrukturprojekt, 2) större resurser och utlåningskapacitet för Europeiska investeringsbanken, 3) införandet av en finansiell transaktionsskatt ("Tobin-skatt"), och 4) ett mer effektivt utnyttjande av europeiska strukturfonder. För Hollande gäller för en tillväxtpakt är möjligheterna av allt att döma goda att han avstår att driva frågan om att omförhandla finanspakten.

Hollande har även pläderat för att ECB ska spela en mer aktiv roll i befrämjandet av ekonomisk tillväxt. Det kan här noteras att IMF sedan en tid tillbaka rekommenderat en höjning av ECB:s inflationsmål från dagens strax under 2 procent. Då skulle ECB kunna gasa ytterligare med refinansieringen, och kanske även köpa mer statsobligationer i andrahandsmarknaden (SMP).

Strukturreformer – ett begrepp nära förknippat med tillväxt – är i första hand åtgärder vilka syftar till att få marknaderna för varor, tjänster och produktionsfaktorer att fungera bättre och utsättas för större konkurrens. Målet är att höja den långsiktiga produktiviteten – produktionen per arbetad timma – och därmed lyfta tillväxtpotentialen i en ekonomi.

TYSKLAND HAR ÖVERLÄGSET BÄST KONKURRENSKRAFT



Sedan drygt 10 år har de tyska styckarbetskraftskostnaderna ökat med beskedliga 5 procent, mot närmare 30 procent i Frankrike och 35-45 procent i GIIPS-länderna. Om EMU ska hålla samman på längre sikt måste dessa skillnader minska. Kraven på budgetsaneringar har kompletterats med krav på åtgärder för att få makroekonomier att fungera bättre och deras konkurrenskraft att öka.

Spanien och Italien har bägge parallellt med tuffa budgetåtstramningar lanserat en politik för att få respektive arbetsmarknad att fungera bättre och mer effektivt. Exempelvis kan nu spanska företag som möter en hård affärsmässig motvind lättare backa ur överenskomna kollektivavtal, och även minska arbetstiden för anställda.

De aktuella diskussionerna bland politiker och ekonomer har så här långt mest handlat om valet mellan åtstramning och tillväxt. Men det finns faktiskt exempel på när åtstramande politik båd-

dat för – gått hand i hand med – ökad ekonomisk tillväxt. Innebörden av den välkända keynesianska teorin är att en budgetåtstramning via höjda skatter och/eller sänkta statsutgifter leder till lägre BNP-tillväxt, något som emellertid ifrågasatts av "den tyska skolan" (Sachverständigenrat, 1981). Enligt tyska skolan ska en stramare budgetpolitik med minskade utgifter i fokus ses som en premis för expansion snarare än för recession, eftersom minskad efterfrågan i offentlig sektor skapar utrymme för expansion i privat sektor.

Senare har de bägge synsätten teoretiskt kombinerats, och förväntningarnas betydelse getts en central plats (Hellwig/Neuman, 1987, *Economic Policy in Germany: Was there a turnaround?*). Den direkta effekten av en budgetåtstramning är förvisso negativ för tillväxten (Keynes). Men om åtstramningen uppfattas som en del i ett trovärdigt program för att sanera finanserna och på sikt bedöms minska den offentliga sektorns andel av BNP, då kan förväntningar om lägre skatter längre fram redan nu stimulera den privata efterfrågan (tyska skolan).

Belägg för att åtstramningar har gett högre tillväxt går att finna i en uppmärksam analys av danska och irländska budgetsaneringar verkställda på 1980-talet (Giavazzi/Pagano, 1990, *Can Severe Fiscal Contractions Be Expansionary? Tales of Two Small European Countries*). Trots att offentliga utgifter skars ned och skatter höjdes dramatiskt i Danmark ökade den privata konsumtionen betydligt i spåren av en skarp uppgång i konsumentförtroendet, som bland annat var en respons på förväntningar om lägre skatter i framtiden. I Irland, däremot, föll privatkonsumtionen samtidigt med åtstramningarna, vilket av allt att döma berodde på att hushållen inte annat än marginellt kunde kompensera fallande inkomster med konsumtionslån och minskat sparande, något som danskarna i mycket större utsträckning kunde göra.

Mot ovan bakgrund borde alltså nyckeluppgiften för europeiska politiker vara att skapa förtroende och positiva förväntningar bland hushåll och företag, för att den vägen få igång efterfrågan på konsumtion och investeringar. Verktøygen och metoderna för detta har redan i mångt och mycket berörts, men i sammanfattning gäller att:

- De alltså nödvändiga saneringarna av offentliga finanser – med fokus på nedska utgifter, inte höjda skatter – måste uppfattas som trovärdiga och långsiktigt framgångsrika av hushåll och företag, samt kompletteras med verktyg som förbättrar ekonomiernas tillväxt och konkurrenskraft.
- De i många fall ekonomiskt smärtsamma greppen måste få medborgarnas förståelse och stöd, och både bördor och vinster av politiken måste fördelas på ett sätt som upplevs som rättvist, det "demokratiska underskottet" måste minska betydligt.
- Samförstånd måste gälla på EU-nivå – inte minst mellan Merkel och Hollande, "Merkollande" – om den ekonomisk-politiska agendan, med tydlighet om vilka uppgifter och mål EU:s institutioner inklusive ECB ska ha, samt med otvetydig uppslutning bakom åtgärder för budgetdisciplin (finanspakten) och åtgärder som befrämjar tillväxten (tillväxtpakten).

Men vad som kan tyckas ekonomiskt önskvärt respektive politiskt möjligt att förverkliga är ju ofta inte helt förenligt. De vindar som nu blåser i den politiska världen och i en del ekonomikretsar tillsammans med den åtstramningströtthet som växt sig allt större, kan mycket väl resultera i mer fokus på uppmjukningar av offentliga besparingskrav parat med mindre fokus än önskvärt på långsiktiga tillväxtfrämjande reformer. Recept med rötter i 1980-talet kanske heller inte är lika verkingsfulla i 2010-talets ekonomiska miljö.

VAR POTENTIAL FÖR MINSKAT PRIVAT SPARANDE FINNS VID ÖKAT FÖRTROENDE

Land	Offentligt sparande/BNP i % 2011	Privat sparande/BNP i % 2011
EMU	-4,1	+3,7
Tyskland	-1,0	+5,9
Nederländerna	-4,7	+12,5
Belgien	-3,7	+3,2
Frankrike	-5,2	+2,9
Italien	-3,9	+0,4
Spanien	-8,5	+4,5
Portugal	-4,2	-3,8
Grekland	-9,1	+0,5
Irland	-13,1	+13,6

Källa: Eurostat

Flertalet länder i Euroland har påbörjat tuffa offentliga sparering med målet att minska de stora budgetunderskotten. Samtidigt som de offentliga sektorerna genomgående visar röda budgetsiffror, finns i de allra flesta länder – med Portugal och nästintill Grekland som undantag – ett positivt sparande i de privata sektorerna (hushåll och företag). Om den ekonomiska politiken skulle förmå att skapa förtroende och ökad framtidstro bland hushåll och företag, finns därför i flera länder en stor potential för minskat privat sparande, och därigenom växande konsumtion och investeringar.



Är börsbolagens marginallyft en bubbla?

- Är höga marginaler en vinstbubbla?
- Näringslivet och bolagen har förändrats
- Skilj på strukturella och cykliska svängningar

Rörelsemarginalen har trendat stadigt uppåt i åtminstone 20 års tid för de nordiska börsbolagen och mönstret känns igen både för svenskt näringsliv i allmänhet och på många håll internationellt. Är detta en vinstbubbla? Och är den redo att spricka?

En till synes stor fallhöjd för lönsamheten, vid en återgång till de senaste 15 årens snittmarginaler, i kombination med en förväntat låg tillväxt i Europa samt fortsatt dyra råvaror förleder många att intuitivt svara ja på ovanstående frågor. Det är dock värt att minnas att redan i samband med Lehmankraschen (hösten 2008) och den svaga resultatutveckling som följde direkt efteråt var det många som drog samma slutsats. Den gången dröjde det inte längre än till 2010 innan nya rekordmarginaler presterades av bolagen på Stockholmsbörsen. Den snabba återhämtningen var inte enbart en funktion av en offensiv ekonomisk stimulanspolitik som nu nått vägs ände. Vi menar att verkligheten är mer komplex och att det finns strukturella förändringar som förklarar varför en återgång till historiska snittmarginaler inte ska tas för given.

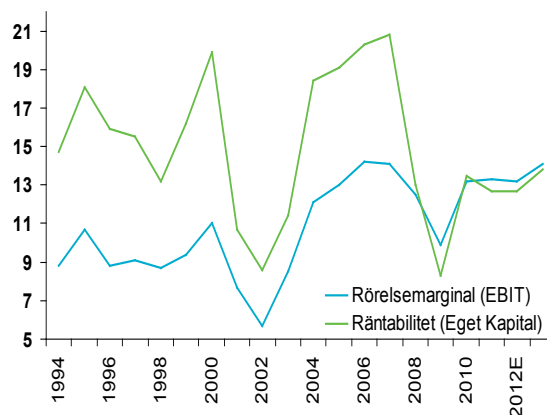
Avkastning attraherar kapital

Det finns många sätt att mäta företagets lönsamhet. Marginalmätt mäter hur stor vinsten är i förhållande till försäljningsintäkterna, medan räntabiliteten mäter vinsterna i förhållande till det kapital som investerats för att skapa motsvarande intäkter. Teoretiskt ska övervinster locka nya investeringar till en bransch vilket ökar konkurrensen, pressar ned priserna och får lönsamheten att normaliseras igen. Det är dock en överlönsamhet på kapitalet som lockar in nytt kapital, inte marginalerna på försäljningen. Ett fastighetsbolag kräver exempelvis att en väsentligt större del av intäkterna ska vara ren vinst (för att motivera en investering) än en grosshandlare. På samma vis kräver de stora kostnaderna, riskerna och tids-

åtgången för att utveckla ett nytt läkemedel att denna produkt ger högre marginaler än en ny tandkräm.

De nordiska börsbolagen har förbättrat rörelsemarginalerna ordentligt de senaste tjugo åren, men motsvarande lyft syns inte i avkastningen på kapitalet. Räntabiliteten på såväl selsatt kapital som eget kapital visar en sidledes rörelse med cykliska, konjunkturbetingade svängningar.

MARGINALERNA STIGER MEN RÄNTABILITETEN PENDLAR I OFÖRÄNDRAT INTERVALL



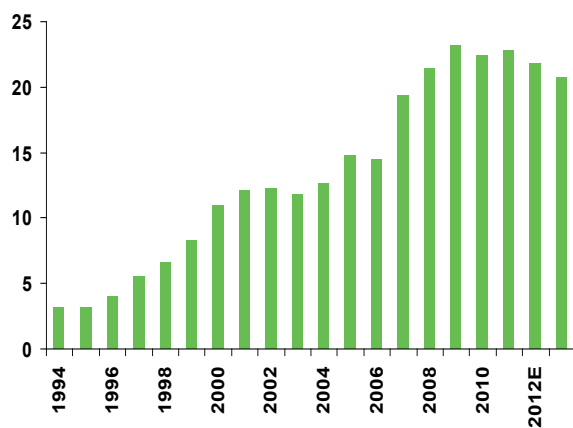
Källa: SEB Enskilda

Rörelsemarginalerna har stigit under lång tid, men speglar inte en marginalbubbla. Samtidigt har räntabiliteten på eget kapital varit pendlande, vilket signalerar en mer kapitalintensiv försäljning. Grafen visar de nordiska börsbolagens aggregerade räntabilitet på eget kapital och rörelsemarginal i procent.

Försäljningen tycks ha blivit mer kapitalintensiv och det krävs därmed högre marginaler för en bibehållen räntabilitet. Tittar vi närmare på balansräkningarna är det framför allt påtagligt att mängden immateriella tillgångar ökat dramatiskt. I relation till försäljningen har de dubblats på 10 år och mer än femfaldigats på 20 år. De immateriella tillgångarna kommer delvis från aktiverade forsknings- och utvecklingsinvesteringar, men även goodwill med ursprung i diverse strukturafrågor speglar

många gånger att koncernen äger värdefulla immateriella tillgångar. Tillgångar som hade varit kostsamma att införskaffa även om de hade kunnat byggas upp organiskt istället för via förvärv.

FÖRETAGEN HAR INVESTERAT STORT I IMMATERIELLA TILLGÅNGAR



Källa: SEB Enskilda

Staplarna ovan visar de nordiska börsbolagens immateriella tillgångar som andel av försäljningen i procent.

Forskning och utveckling samt mjuka faktorer som varumärken, design och kundrelationer är av stor betydelse i de flesta branscher. Diverse barriärer mot ny konkurrens eller marknadspositioner är också av stor vikt. Det behövs betydande investeringar på dessa områden, och även om de inte går att "ta på" behöver givetvis även dessa investeringar ge avkastning. Vi menar att den dramatiska ökningen av andelen immateriella tillgångar i balansräkningarna speglar att dessa ökat i betydelse för bolagen de senaste decennierna.

Två sidor av samma mynt

När företagen beskriver ovanstående förvandling görs det sällan med en sådan filosofisk infallsvinkel. Det går dock att hitta mängder med investerarpresentationer om hur företagen har och ska fokusera på högmarginalprodukter, mer tjänster och eftermarknadsförsäljning. De gör expansiva satsningar på marknadssegment där bolaget skapar mer värde för kunden, samtidigt som lågmarginalprodukter fasas ut.

Välbekanta exempel är Sveriges största fordonstillverkare som lämnat den extremt konkurrensutsatta personbilsindustrin, där de var en liten aktör, för att bli en av de största globala aktörerna inom tunga lastvagnar. En stor kullagertillverkare har genomfört samma sorts dramatiska förändring av produktsortiment och prispolitik. Ett litet industrikonglomerat har omvandlats från en tillverkare av enkla komponenter med obefintligt mjukvaruinnehåll till en världsledande leverantör av avancerade mätteknik där mjukvaran utgör huvudleveransen. En gummi- och plastfabrikant justerar snabbt sitt sortiment bort från volymprodukter för extremt priskänsliga kunder till förmån för produkter med många patent samt kundgrupper som prioriterar kvalitet och leveranstrygghet högre. Landets största kompressortillverkare använder sedan länge mervärde, energibesparingar och service som säljargument före pris. Listan på företag som genomgått omvandlingar i denna riktning kan göras lång.

Branschtrender påverkar aggregat

Snittmarginalen i Norden påverkas även av förskjutningar mellan olika branscher. Exempelvis har hälsovårdssektorn haft en något snabbare tillväxt än snittet. Ytterligare en bransch med relativt höga marginaler och hög kapitalintensitet som ökat rejält i betydelse i Norden, och därmed bidragit till att lyfta snittmarginalen, är oljeindustrin.

Förväntningar på kortsikt

Utöver strukturella förändring som berörts ovan finns det ett antal faktorer som kan förväntas påverka marginalerna i närtid. Marginalerna för bolagen på Stockholmsbörsen har minskat något under det första kvartalet 2012 jämfört med i fjol. Det gäller dock att skilja på cykliska svängningar och strukturella nivåförändringar, det hade varit synnerligen anmärkningsvärt om recessionen i Europa inte hade satt spår i marginalerna i år. För helåret räknar vi med att marginalerna minskar en procentenhet i Sverige, men redan 2013 återhämtas merparten av nedgången.

Faktorer som valutakurser och råvarupriser påverkar också marginalerna på kort sikt, men inte alltid på det vis som den förhärskande uppfattningen gör gällande. Exempelvis har högre råvarupriser under de senaste åren sammanfallit med bättre marginaler i de mekaniska verkstadsindustrierna och omvänt.

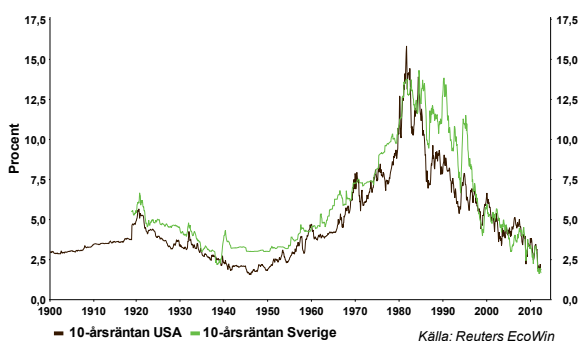


Jakten på den försvunna räntan

- *Räntebotten lär vara passerad*
- *Statsobligationer är inte längre riskfria*
- *High Yield, EM-obligationer och högutdelande aktier lockar*

Långa statsobligationer i OECD-regionen har historiskt tenderat att röra sig i 30-åriga cykler. Under de senaste 30 åren har räntorna på statsobligationer sjunkit och obligationskurserna stigit. 30-årsperioden innan dess var tvärtom präglad av stigande obligationsräntor och fallande obligationskurser. Och dessförinnan det hade vi 30 år med fallande räntor och stigande kurser. Om mönstret med de 30-åriga cyklerna håller i sig lär vi snart gå mot en lång period med trendmässigt stigande statsobligationsräntor i västvärlden. Och mycket talar för att så blir fallet.

30-ÅRIGA CYKLER FÖR STATSOBLIGATIONER



Statsobligationsräntor har historiskt tenderat att röra sig i cykler på 30 år. Mycket talar för att räntebotten är nådd för denna gång och att vi går mot en lång period med stigande räntor.

Som en följd av den senaste finanskrisen har räntorna på statsobligationer med både korta och långa löptider pressats ned till konstlat låga nivåer. Vi ser resultatet av att tongivande centralbanker har sänkt sina styrräntor ned mot nollstrecket, och även sjösatt betydande stimulanspaket bland annat i form av massiva köp av statsobligationer. Men ammunitionen i de

penningpolitiska vapnen är nu till mångt och mycket förbrukade och vi lär ha passerat räntebotten för denna gång.

Sämr kreditkvalitet

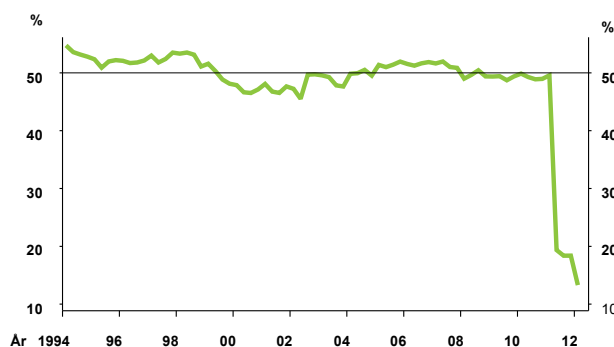
Parallellt med att statsobligationsräntorna har rört sig nedåt har länders skuldsättning ökat kraftigt. För drygt 20 år sedan utgjorde den samlade mängden obligationer 80 procent av världens BNP. 2010 hade den siffran stigit till 150 procent av världens BNP, och det är framför allt staters skuldbörda som har ökat.

Den ökade skuldsättningen gick under lång tid obemärkt förbi i kreditinstitutens betygsättning. Men ett ökat fokus på landrisk och vetskapen om att även ett land kan ställa in betalningarna har fått kreditinstituten att agera. Det senaste året har kreditkvaliteten på världens samlade offentliga skulder dramatiskt försämrats. Denna utveckling blir tydlig om man lägger samman volymerna av obligationer i offentlig sektor för de 20 länder i världen med störst offentlig skuld. Fram till 2011 hade ungefär hälften av den globala stocken av offentliga obligationer högsta kreditbetyget, AAA. I nuläget upprätthåller bara 13 procent av den totala stocken det högsta betyget.

Vi är i en situation där flertalet västerländska stater lånar rekordbilligt samtidigt som den samlade kreditkvaliteten aldrig har varit sämre. En berättigad fråga är hur länge investerare kommer att acceptera nollavkastning på det kapital som lånas ut till dessa skuldyngda låntagare?

Inte längre en bra riskspridare

Ett skäl till att köpa statsobligationer har varit att de historiskt fungerat som ett bra skydd i portföljer. De senaste cirka 20 åren har det funnits en negativ korrelation mellan aktier och obligationer, det vill säga att när aktier har fallit i värde har obligationer stigit och vice versa. Förutom att bevara värdet på kapitalet under perioder då aktiemarknaden viker, har statsobligationer även varit en god investering i sig då obligationskurserna stigit. Det är förklaringen till att en placeringsstrategi med 60 procent aktier och 40 procent obligationer historiskt har genererat en klart högre riskjusterad avkastning än börsen allena. Men utrymmet för fortsatt fallande räntor från dagens nivåer är nästintill obefintligt. Och i ett investeringsklimat där den reala räntan



Källa: BIS, Eurostat, Bloomberg, SEB

ALLT FÄRRE LÄNDER MED TOPPBETYG

Kreditkvaliteten på världens samlade offentliga skulder har försämrats dramatiskt det senaste året. Andelen länder med högsta kreditbetyget, AAA, har sjunkit från 50 till 13 procent sedan 2011. Linjen visar offentliga sektorns andel AAA-obligationer i procent av total offentlig obligationsstock.

i många fall är negativ lär diversifieringsfördelarna vara små. Istället finns en klar risk att statsobligationer kommer att bidra negativt till portföljens avkastning när attraktionskraften avtar.

Mindre exponering om tillfälle ges

En typ av finansiell aktör som traditionellt håller en stor andel statsobligationer är pensionsfonder. Det är framför allt myndigheternas krav att livbolagen skall matcha löptiden på tillgångarna med löptiden på skulderna som gjort statsobligationer med långa löptider attraktiva. Att dessa betraktats som "riskfria" är också en klar fördel, då livbolagen "garanterar" en viss avkastning på kapitalet. I princip gäller att ju lägre räntan är, desto mer kapital måste livbolagen "säkra" för att genom räntan få ihop de medel som lovats spararna ska utbetalas.

Dagens extremt låga räntor gör det svårt för livbolagens att möta åtaganden mot pensionstagarna, vad gäller avkastningskravet. Man kan också ifrågasätta huruvida statsobligationer är riskfria. Pensionsfonder befinner sig i något av en rävsax, där de skulle behöva minska andelen statsobligationer för att möta den utlovade avkastningen, samtidigt som regelverket kräver stor exponering mot tillgångslaget. Om regelverket blir mer flexibelt, lär livbolagen minska exponeringen mot statsobligationer.

Sammantaget framstår statsobligationer utgivna av västländer som ett oattraktivt tillgångslag, och mycket talar för att den senaste 30-årsperioden med fallande statsobligationsräntor är vid vägs ände. Att inte få någon avkastning på kapitalet kan anses acceptabelt under korta perioder då det råder panik på marknaden och investerare vill parkera kapitalet inför bättre tider. Men långsiktigt är det inte hållbart. Det lär därför bara vara en tidsfråga innan investeringskollektivet väljer att drastiskt minska allokeringen mot statsobligationer, vilket skulle leda till sjunkande kurser på obligationerna och därmed stigande räntor.

Jakten på högre ränta

Med utebliven ränta från statsobligationer söker sig investerare till räntepapper med bättre avkastningspotential. Företagsobligationer har blivit populära och ersätter allt oftare

statsobligationer i investerarnas portföljer. Det som lockar är att räntorna på företagsobligationer, och då i första hand High Yield-segmentet (företag med låg kreditvärdighet enligt ratinginstituten), ligger avsevärt högre än räntorna på statspapper. Rantegapet har vidgats till följd av finanskrisen. Medan företagsobligationer handlas till ungefär samma räntenivå som innan finanskrisen är statsobligationsräntorna idag klart lägre.

Jämfört med de skrala finanserna för flera länder i OECD, uppvisar också företagen en betydligt bättre soliditet. På aggregerad nivå levererar företagen stora vinster, samtidigt som de har skurit i sina kostnader och samlat på sig en stor likviditetsbuffert för att undvika problem om affärsläget försämras.

EM - högre ränta och lägre kreditrisk

Ett annat räntetillgångslag som allt mer lär locka investerare är Emerging Markets (EM)-obligationer. Även här är räntorna i paritet med nivåerna före finanskrisen, och nu betydligt högre än räntorna för OECD-länder. Detta trots att västländerna generellt har avsevärt större budgetunderskott och sitter på mycket tyngre statsskulder. Sammantaget är statsskulden i hela OECD på väg upp mot 100 procent av BNP, medan den på tillväxtmarknaderna är på väg ned mot 30 procent av BNP. Att räntorna på EM-obligationer ändå är så pass höga beror dels på att inflationen överlag är förhållandevis hög och dels på att marknaden historiskt har ansett att det är mer riskabelt att låna ut pengar till tillväxtländer. Och en viss riskpremie kan i en del fall motiveras av större sociala och politiska risker än i väst, men överlag bedömer vi att dessa risker är för högt prissatta.

Vid köp av EM-obligationer får investeraren också en exponering mot EM-valutor. Uppskattningsvis kommer två tredjedelar av den totala avkastningen från valutaeffekten, medan en tredjedel härrör sig till räntedelen i placeringen. På sikt talar det mesta för att EM-valutor att trendmässigt skall fortsätta stärkas i förhållande till OECD-valutor. Men valutaexponeringen gör också att risken, i termer av standardavvikelse, ökar för placeringen. Den totala risken för EM-obligationer är därför något högre jämfört med High Yield-obligationer.

Både High Yield- och EM-obligationer är till karaktären risktillgångar, och ska således i första hand jämföras med aktier och inte med traditionella räntebärande placeringar. De senaste 20-25 åren har värdeutvecklingen för High Yield och EM-obligationer matchat den för aktier, men volatiliteten (risken) har varit klart lägre. Dessa båda högräntetillgångar har således historiskt erbjudit en betydligt högre riskjusterad avkastning än aktiemarknaden. I och med att korrelationen mellan High Yield och EM-obligationer är förhållandevis låg, är det en fördel att investera i en kombination av dessa två tillgångslag.

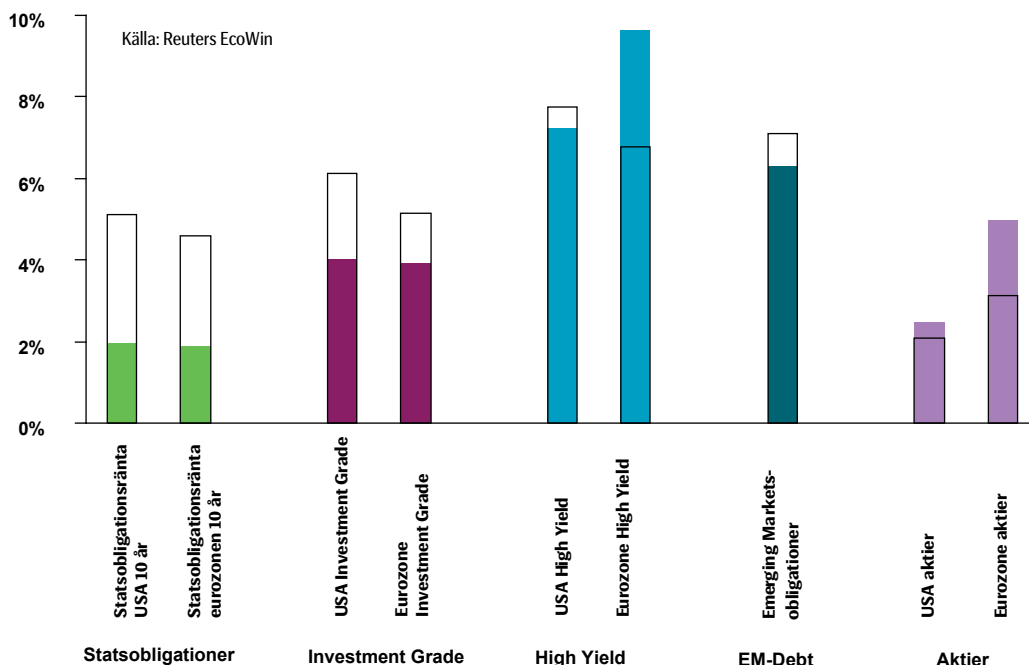
Hög utdelning lockar

I jakten på ränta framstår också högavkastande aktier som ett attraktivt alternativ. Ett bolag som kan leverera en direktavkastning som med marginal överstiger den långa statsobligationsräntan kan generellt anses vara köpvärd. I dagsläget är direktavkastningen i regel mer än dubbelt så hög som 10-årsräntan, och i många fall betydligt högre än så. En korg med högutdelande aktier kan således vara ett bra alternativ, men som investerare skall man vara medveten om att kursrörelserna för aktier i regel är väldigt hög.

Företag	Land	Direktavkastning prognos 2012
Tele2	Sverige	12,2
NCC	Sverige	7,3
TeliaSonera*	Sverige	6,5
UPM	Finland	7,2
Fortum	Finland	5,5
Stora Enso	Sverige	6,3
Stolt-Nielsen	Danmark	5,6
Fabege	Sverige	5,3
Securitas*	Sverige	6,1
Metso*	Finland	6,1
Huhtamaki	Finland	4,0

*SEB har under det senaste 12 månaderna utfört corporate finance-uppdrag åt bolaget.

INVESTERARE LÄR SÖKA SIG DIT RÄNTAN ÄR HÖG



Bilden visar tillgångslagans direktavkastning, före finanskrisen (i färg) tillsammans med dagens nivåer (i vitt). Av allt att tyda rör sig investerarens intressen från statsobligationer i OECD till mer riskfyllda tillgångslag i jakten på ränta. Nivåerna för High Yield-obligationer och EM-debt är fortfarande attraktiva jämfört med nivåerna före krisen..



Grön investering som diversifierar portföljen

- *Skogsinvesteringar kompletterar traditionella portföljer*
- *Stora prisskillnader mellan länderna i Östersjö-regionen*
- *Världspopulationen växer samtidigt som skogsarealen minskar*

Under pågående perioder av turbulens i de finansiella marknaderna ökar behovet av alternativa investeringar för att diversifiera riskfyllda tillgångar i traditionella portföljer. Osäkerheten om exempelvis euro-områdets stabilitet, den globala tillväxten och utvecklingen av energipriser leder oss osökt in på alternativ som har mer förutsägbarhet. Skogsmark är som vi nedan beskriver en tillgång som har en hög förutsägbar avkastning, lägre risk än aktier och negativ korrelation till flera liknande avkastningskällor.

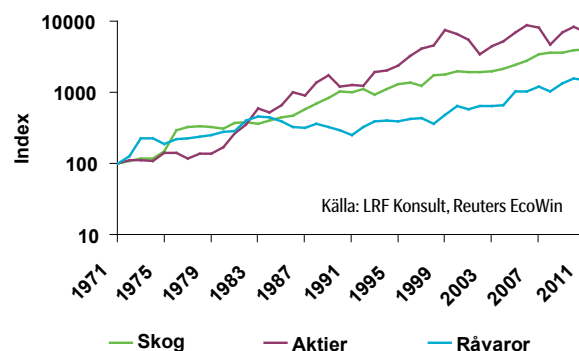
Om vi betraktar skogsmark som ett investeringsobjekt tänker vi på; markens avkastningspotential, det kommersiella värdet av skogsråvaror samt värdet av andra tillgångar så som jakt, fiske och rekreation. Skogsråvaran växer ständigt och oberoende av konjunkturer. Tack vare moderna brukningsmetoder, dedikerade förvaltare och bättre infrastruktur är det enklare än någonsin att hantera skogsmark som investeringsobjekt.

Under de senaste 40 åren har svensk skogsmark stadigt ökat i värde med en årlig takt av 10,8 procent. Under de senaste tio åren har, under stor aktivitet, priserna på svensk skogsmark fördubblats. Vid en jämförelse med den årliga avkastningen på aktier och råvaror konstaterar vi att svensk skogsmark inte bara har haft en mycket hög avkastning utan även en lägre risk och varit en perfekt diversifierande tillgång. Från 1970-talet fram tills idag har skogsmark haft en negativ korrelation med såväl aktier (-0,152) som råvaror (-0,090).

Grafen och tabellen till höger visar den indexerade prisutvecklingen på svensk skogsmark, Affärsvärldens Generalindex (AFGX) och Dow Jones UBS Commodity Spot Index (SEK). Samtliga tre har en stark tillväxt under perioden och noga ob-

serverat har skogsmark den lägsta volatiliteten och synbart negativ korrelation. Hade vi bytt ut AFGX mot S&P 500 Composite Index i SEK (årlig takt av 9,5%) hade det även visat att svensk skogsmark avkastat mest av de tre tillgångsslagen.

PRISUTVECKLING PÅ SKOG RELATIVT ANDRA MARKNADER



Svensk skogsmark har under de senaste 40 åren haft en genomsnittlig årlig avkastning på drygt 10 procent med betydligt lägre fluktuationer än aktiemarknaden (enligt en studie gjord av Thomas Lusth, LRF Konsult). Skogsinvesteringar har uppvisat en mycket fördelaktig korrelation till såväl aktier som råvaror.

		Skog	Aktier	Råvaror
Korrelation	Skog	1		
	Aktier	-0,152	1	
	Råvaror	-0,090	0,183	1

Avkastning (%)		10,8	14,6	8,7
Standardavvikelse* (%)		17,8	27,3	20,3
Sharp-kvot**		0,50	0,46	0,33

*Beräknad på årsdata, 40 mätpunkter **Riskfri ränta 2,0%.

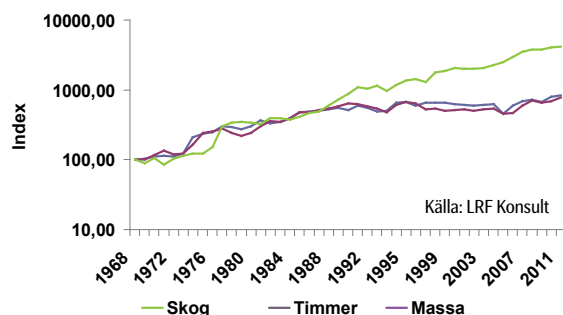
En förklaring till den starka prisutvecklingen av svensk skogsmark står att finna i prisutvecklingen av skogsråvaror – timmer och massaved. Råvarupriser kan på kort sikt variera beroende

på faktorer som; tillgång, efterfrågan, marknadstrender, kvalitetskillnader och geografiska skillnader. Under de senaste 40 åren har priserna på de vanligaste skogsråvarorna (timmer och massaved) haft en årlig genomsnittlig prisökning med 5,9 respektive 5,6 procent (mätt i SEK per kubikmeter).

För att förklara "mellanskillnaden" i prisutveckling mellan skogsmark och skogsråvaror får vi titta på mjuka faktorer eller söka efter systemförändringar. Till den första kategorin hör rekreations- och statusvärde, och i den andra kategorin finner vi kapitalplacerares ökande efterfrågan på stabil och förutsägbär avkastning. Vi kan också se att den avreglering av kreditmarknaden som skedde på mitten av 1980-talet expanderade tillgången på placerbart kapital.

Man bör till detta också beakta den "nya" skogsråvaran – biomassa och dess stigande värde. Det finns inga långa tidsserier över prisutvecklingen då denna råvara tidigare aldrig omhändertogs på ett industriellt sätt. Kanske har biomassa större inflytande på skogsmarkprisernas utveckling än vi tidigare trott. Till exempel visar data från Energimarknadsmyndigheten att andelen trädbaserade bränslen i svenska fjärrvärmeverk har ökat från 0,87 procent 1980 till 38,7 procent 2007.

SKOGSRÅVAROR VS SKOG



Grafen ovan och tabellen nedan visar den indexerade prisutvecklingen på svensk skogsmark, timmerpriser och massavedspriser i logaritmisk skala. Under de första 20 åren följer graferna varandra. Därefter minskar korrelationen.

		Skog	Timmer	Massa
Korrelation	Skog	1		
	Timmer	0,127	1	
	Massa	0,081	0,592	1

Avkastning (%)		10,1	5,9	5,6
Standardavvikelse* (%)		18,0	15,2	13,7

*Beräknad på årsdata, 40 mätpunkter

Prisutvecklingen på svensk skogsmark har de senaste åren fortsatt i positiv riktning även om en viss avmattning och regional skillnad har kunnat skönjas. Är det möjligt att finna skogsmarkens egenskaper som investeringsobjekt fast på en annan lägre ingångsnivå än den svenska?

Det faktum att timmer, massaved och biomassa handlas i såväl dollar som euro på en internationell arena gör att det är mödan värt att leta. Potentiella investerare kan med fördel studera möjligheterna i länderna runt Östersjön där såväl trädslag som markbetingelser liknar de svenska. Det är en stor efterfrågan från våra nordiska förädlingsindustrier på skogsråvara från hela Baltikum. Under 2009 importerade Sverige skogsråvara och skogsmaterial från andra sidan Östersjön till ett värde av dryga 4 miljarder kronor, det innebär att landet är den fjärde största importören efter Finland, Tyskland och Norge.

Baltikum liknar Sverige

Med markkvaliteter som i södra Sverige, ligger i exempelvis Lettland skogsmarkpriserna 25 till 50 procent lägre än de svenska. Som investeringsobjekt kan alltså skogsmarken i bland annat Baltikum betraktas som mycket attraktiv med vetskapen om att den kan brukas med samma metoder och trädslag som i Sverige. Med utgångspunkt i detta resonemang förväntar vi oss antingen en värdeökning av skogar i Baltikum eller en avmattning av prisutvecklingen i Sverige.

Ytterligare en faktor som talar till förmån för att i ett större sammanhang investera i skogsmark är den globala energisituationen och debatten om hållbara energikällor. Det finns tydliga incitament för ökad användning av alternativa energikällor där biomassa spelar en viktig roll. I den globala energipolitiken finns viktiga mål om att substituera fossila bränslen mot förnyelsebara. Ofrånkomligen kommer mer och mer uppmärksamhet att riktas mot skogsråvara och framför allt den del som historiskt lämnats på marken efter avverkningar och gallringar. Mer och mer biomassa tillverkas av avverkningsrester. Det är ingen större skillnad mellan länder globalt i detta sammanhang heller, så länge skogsmarken används på ett sådant sätt att en lokal industri kan hantera flera produktområden.

Med en stadig minskning av den globala skogsarealen och en växande befolkning har vi en god investeringsmöjlighet i skogsmark. En investering med hög avkastning som i en portfölj minskar den totala risken. Samtidigt som skogsmark är en grön investering som ger annan tillfredsställelse också.

Flera svenska professionella placerare har redan upptäckt möjligheterna i andra länder runt Östersjön, och i exempelvis Lettland utgör de svenska investerarna en ansevärd grupp skogsmarksägare.



2012 - ett odramatiskt mellanår för bolagen

- En mild svacka följs av ny expansion
- Bolagen är välpositionerade för framtiden
- Stor relativ potential i cykliska sektorer

Vinsterna för de nordiska börsbolagen väntas under 2012 växa med knappt 5 procent. Bolagen på Stockholmsbörsen minskar vinsterna med knappt 6 procent, men i Köpenhamn och Oslo väntas nya rekordvinster medan Nokia tynger i Helsingfors. För 2012 kommer därmed räntabiliteten på bolagens egna kapital att vara 14,0 procent i Sverige, jämfört med snittet de föregående 10 åren på 15,6 procent och i Norden är motsvarande siffror 12,7 respektive 14,6 procent. Tack vare en något mindre ogynnsam makromiljö väntas räntabiliteten redan 2013 förbättras till relativt normala 14,8 procent i Sverige och 13,8 procent i Norden. Värderingen av kapitalet är dock cirka 20 procent under 10 års snitt, vilket indikerar att marknaden redan diskonterat en väsentligt sämre vinstutveckling framöver än vad som är förenligt med våra makroprognoser.

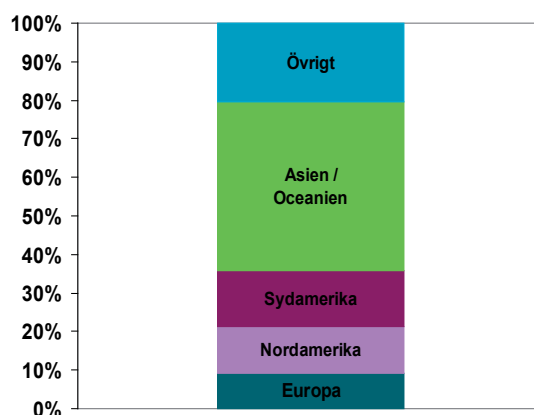
Rapporterna för första kvartalet bekräftar att året har inletts i princip som förväntat. Av de 94 större och medelstora bolag på Stockholmsbörsen som hunnit rapportera när denna publikation gick till press har 46 bolag rapporterat bättre resultat än väntat och 30 bolag rapporterat sämre än väntat. På aggregerad nivå är vinsterna 5 procent över vår prognos och ned med 4 procent jämfört med föregående år. De mest positiva överraskningarna står verkstadsbolagen och bankerna för. Verkstadsindustrierna spår dessutom oförändrade eller något förbättrade marknadsförhållanden under den närmaste framtiden. Vi har den senaste månaden justerat upp vinstprognoserna för 2012 med 8 procent för bankerna och 4 procent för verkstadsindustrin. Dessa prognoshöjningar kompenserar fullt ut för sänkta vinstestimat för teleoperatörer, skog och detaljhandel.

Välpositionerade bolag

Vi räknar med en svag ekonomisk tillväxt under överskådlig tid i västvärlden, men att urbaniseringen och industrialiseringen av tillväxtekonomierna fortsätter. Det är ingen nyhet, men skapar likväl utmaningar för börsbolagen. Försäljningstillväxten för industriföretagen är sedan länge driven av marknader utanför Europa och Nordamerika. De

åtta största industriföretagen på Stockholmsbörsen, som tillsammans står för halva börsvärdet i OMXS30, har sedan 1999 genererat cirka 80 procent av omsättningstillväxten på marknader utanför Europa och Nordamerika. Asien (inklusive Oceanien) står ensamt för hela 44 procent av omsättningstillväxten.

TILLVÄXTEKONOMIER BAKOM BOLAGENS FÖRSÄLJNINGSSÖKNING



Källa: Årsredovisningar ABB, Ericsson, Alfa Laval, Atlas Copco, Sandvik, Scania, SKF, Volvo

Grafen visar varifrån tillväxten kommer per region under åren 1999-2011 för de åtta största industribolagen på Stockholmsbörsen.

Det är med andra ord av avgörande betydelse för börsbolagens tillväxt att tillväxtekonomierna fortsätter växa med 5-6 procent årligen. Däremot är den mycket svaga tillväxten i eurozonen egentligen inget nytt fenomen de behöver anpassa sig till.

Tack vare den höga tillväxten i Asien, Latinamerika och Afrika/Mellanöstern är exponeringen mot dessa geografier idag dubbelt så stor som vid ingången av det nya millenniet.

Bilden är snarlik för de finska verkstadsindustrierna medan det är oljan som gör Oslobörsen beroende av tillväxtekonomiernas utveckling. Köpenhamnsbörsen har genom sin stora exponering mot hälsovårdssektorn en helt annorlunda profil.

Cykliska sektorer nära botten

Diagrammet nedan visar ett index över den relativa kursutvecklingen för de nordiska börsbolagen uppdelade i två aktiegrupperingar; cykliska respektive defensiva. När cykliska aktier utvecklas starkare stiger index, men när de defensiva aktierna har bäst kursutveckling faller index.

I gruppen med cykliska bolag ingår exempelvis verkstadsindustri, IT, skog, råvaru- och oljebolag samt banker. I gruppen defensivt ingår stabila och konjunkturokänsliga bolag som exempelvis teleoperatörer, livsmedel och hälsovård.

De senaste 20 åren har cykliska och defensiva aktier på de nordiska börserna handlats i ett tydligt intervall relativt varandra. Vi befinner oss nu återigen nära bottennoteringarna för cykliskt relativt defensivt. Den relativa nedsidan för cykliska aktier är mindre än 10 procent inom intervallet medan uppsidan motsvarar 50 procent.

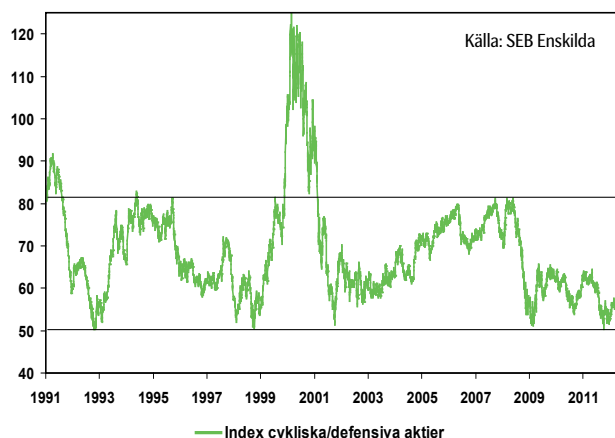
Cykliska aktier tenderar av naturliga skäl att utvecklas relativt svagare i tider av oro. Exempelvis syns tydliga bottennoteringar i diagrammet i samband med den nordiska bankkrisen i början av 90-talet, Asienkrisen i slutet av samma årtionde samt strax efter terrorattackerna i New York 2001 och nu senast efter Lehmankraschen.

Därefter har index upprepade gånger fallit tillbaka mot botten igen i samband med tilltagande oro för eurokrisen.

Under perioder med ihållande eller eskalerande oro tenderar investerare att föredra stabila och trygga aktier i bolag med ett begränsat konjunkturberoende, gärna i kombination med en hög direktavkastning som synliggör den attraktiva värderingen.

Ovanstående urvalskriterier är kloka, men preferensen för dessa defensiva aktier har nu varit så stark under lång tid att den relativa uppvärderingspotentialen ser begränsad ut. Om vårt huvudscenario för konjunkturutvecklingen i Europa under innevarande och nästa år slår in kommer investerarnas preferenser för defensivt att minska, åtminstone jämfört med nuläget. Samtidigt är det viktigt att observera att den relativt svaga kursutvecklingen för de cykliska aktierna inte är relaterad till en svag vinstutveckling. Verkstadsbolag och banker sticker ut på den positiva sidan vad gäller rapportövertäckningarna för första kvartalet i år och de branscher som har högst lönsamhet i ett historiskt perspektiv är verkstad och råvaror.

Tryggt och stabilt är fortfarande investerarnas favoritstrategi, men var beredd på att detta kan ändras fort och att potentialen i cykliskt då är stor.



STOR POTENTIAL OCH BEGRÄNSAD RELATIV NEDSIDA FÖR CYKLISKT

Grafen visar index över cykliska aktier relativt defensiva aktier och som framgår av denna handlas i dagsläget cykliska aktier relativt defensivas på nivåer vi endast har upplevt fem gånger de senaste 20 åren. Det bör med andra ord vara fördel cykliskt när marknadsoron väl avtar.



Kapitalism - dualitet med vinster och förluster

- *Bankerna leder marknaderna i både upp- och nedgång*
- *Vi fortsätter föredra exponering mot tillväxt länder (BRIC) och USA framför Europa*
- *Viss oro för att aktiemarknaderna har blivit beroende av finanspolitisk stimulans*

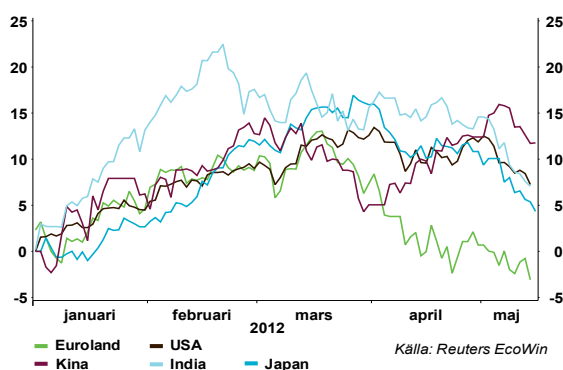
Efter en väldigt stark utveckling under första kvartalet i år har marknaderna nu gått in i en mer konsoliderande fas. De senaste veckornas motvind på börserna har främst kommit från svagare makrostatistik både i USA och i Kina parat med stigande räntor i både Spanien och Italien. Flödet av stark statistik från den amerikanska arbetsmarknaden har (förhoppningsvis tillfälligt) avstannat, samtidigt som Kina redovisade ett inköpschefsindex (the Markit/HSBC PMI) under kritiska nivå 50 (gränsen mellan tillväxt och tillbakagång i ekonomin) för sjätte månaden i rad.

Världens aktiemarknader inledde året starkt, och flera av de större börserna har hittills levererat positiv avkastning. I perioder har hög volatilitet och tydligt "risk av/risk på"-agerande hos investerarna präglat marknaden. Bäst utveckling har vi sett i Kina och USA (+7-8%), medan flera andra utvecklade marknader stigit omkring 5 procent. Den största eftersläparen är inte oväntat Europa som fallit omkring 2 procent sedan årsskiftet (i lokal valuta). Bilden i Europa är dock mixad där Tyskland sticker ut på den positiva sidan. Förlorarna hittar vi givetvis i Sydeuropa, som överlag har genererat negativ börsutveckling. Som vi skrev i förra utgåvan av Investment Outlook (utgiven 21 februari 2012) förväntas Euroland fortsätta brottas med åtstramningsutmaningar och låga tillväxtförväntningar. Vår syn har inte förändrats när det gäller denna utveckling.

När det gäller USA och Emerging Markets upprepar vi vår bedömning att dessa marknader erbjuder intressanta investeringsalternativ för den som är villig att stå risken och som hanterar perioder av större svängningar (ökad volatilitet). Tittar vi på utvecklingen för olika sektorer i Europa är det värt att notera att det i dagsläget är bank- och finanssektorn som

leder marknaden i såväl upp- som nedgång. Det faktum att mycket av verksamheten i denna sektor är beroende av lånefinansiering/utlåning ökar betat till marknaden (förändringar i priserna som en konsekvens av marknadsrörelser). Till detta kommer den nära kopplingen mellan skulder och respektive banks balansräkning. Genom Europeiska Centralbankens (ECB:s) låneprogram LTRO (3-årslån till en ränta på 1%) har bankerna ökat sin exponering mot statsobligationer (att finansiera investeringar som ger en avkastning på 6 procent till en kostnad av 1 procent ser onekligen ut som en bra placering) och är därför följaktligen mer sårbara för perioder med ökat volatilitet i den europeiska obligationsmarknaden.

SKULDKRISEN I EUROLAND SÄTTER SINA SPÅR



Sämst börsutveckling i år hittar vi i Euroland som hittills i år sjunkit ett par procent. Andra marknader är upp 5-8 procent. Inom Euroland spretar utvecklingen dock isär kraftigt, Tyskland är upp runt 7 procent medan Spanien har fallit cirka 22 procent.

Värderingen klart under historiska snittet

Värderingen av marknaderna både i termer av P/E och P/B-tal visar att börserna handlas klart under det historiska snittet. Särskilt tydligt är detta i Euroland, men även BRIC-ländernas börser handlas med rabatt om man ser till det historiska snittet. Bland BRIC står Ryssland ut som det billigaste alternativet mätt med multiplarna ovan, men kom då ihåg att så har varit fallet sedan före finanskrisen med start 2008.

Den starka utvecklingen för S&P 500 har gjort att amerikanska aktier närmar sig nivåer kring historiska snittet, för närvarande P/E 13 och P/B 2,1. Det är dock viktigt att påpeka att trots att vår bedömning inte innefattar några vinstfall den närmaste framtiden, så baseras bolagens vinstestimat på marginaler som ligger nära rekordnivåerna från 2007. De höga marginalerna är en följd av kraftiga kostnadsbesparingar i efterdyningarna av finanskrisen i kombination med tekniska framsteg, fallande bolagsskatter och låga finansieringskostnader, och de kommer sannolikt inte att öka dramatiskt från nuvarande nivåer.

Vinstförväntningarna för bolagen på S&P 500 har endast reviderats ned något lite de senaste tolv månaderna, medan förväntningarna för de europeiska bolagens vinster har sjunkit markant under samma period. De implicita estimerade vinsttillväxten 2012 och 2013 skiljer sig dock inte särskilt mycket mellan de två marknaderna (8 respektive 14% för europeiska aktier och 10 respektive 13% för amerikanska), något som indikerar att även om europeiska aktier handlas till lägre nivåer än sina amerikanska motsvarigheter, förväntar sig investerarna att vinsttillväxten i de båda regionerna utvecklas likvärdigt.

Vår bedömning är att skuldkrisen även fortsättningsvis kommer att skapa stora utmaningar för de europeiska aktiemarknaderna, och vi håller fast vid vår tidigare strategi och föredrar USA- och Emerging Markets-exponering framför Europa.

Beroendet av stimulans oroar

Globala aktiemarknader kommer de närmaste åren nå någon form av brytpunkt/tröskel då vi åter får uppleva god avkastning som en följd av långvarig och stabil ekonomisk tillväxt. Vi tror på kapitalismen och dess förmåga att skapa ekonomisk tillväxt, men med kapitalismen kommer också begreppet förlust. Kapitalismen bygger på en dualitet med både upp- och nedsida, vinster och förluster, du kan inte ha det ena utan det andra.

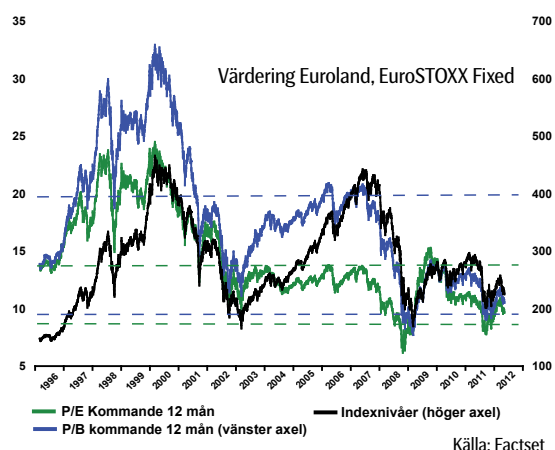
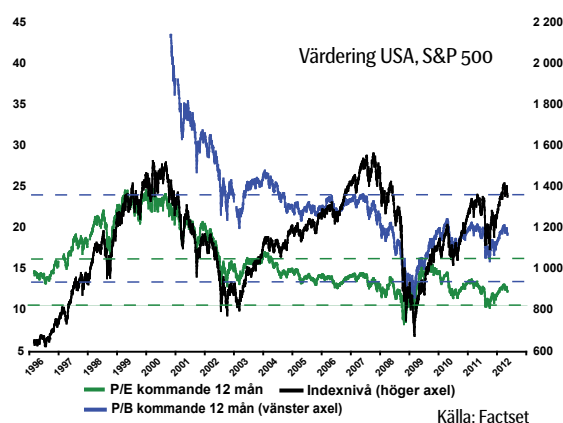
Massiv skuldavveckling högt på agendan

Ekonomisk förlust är inget problem för ett samhälle om förlusten är begränsad till en individ. Den kan bli en utmaning om den är relaterad till ett specifikt bolag, men där ekonomisk förlust blir ett större problem är när den drabbar en hel sektor eller ännu värre när länder, som vuxit för stora för att "krascha" drabbas. Detta är situationen i delar av Europa just nu. Medan USA har rekapitaliserat sin finanssektor (landets budget är en återstående fråga att ta hand om sedan landets nedgradering från AAA-rating) står problemländerna i Europa och deras respektive finanssektorer inför en tuff uppgift bestående av massiv skuldavveckling. Oavsett om vi pratar om länder eller stora banker kommer dessa att komma till en punkt då förlusterna är ett faktum och de behöver rekapitaliseras. Med tanke på de stora stimulansinsatser som pumpats in i både europeiska ekonomier och finansmarknaderna genom IMF, länder med sparöverskott och Europeiska centralbanken via LTRO-programmet (3-årslån till bankerna med 1% ränta), är det uppenbart att politikerna gör allt som står i deras makt för att undvika en negativ marknadsutveckling.

Avsikten med den enorma mängd stimulans är givetvis att göra övergången från recession till tillväxt så smidig som möjligt. På något sätt verkar detta alltid vara konjunkturbedomarnas huvudspår – att stimulanserna får ju den effekten. Låt oss därför hoppas att de har rätt.

Ur portföljförvaltningsperspektiv – där vi försöker balansera risk och avkastning optimalt – finns det dock skäl att inta en försiktig hållning de närmaste månaderna. Spekulationer om strukturella finansieringsbehov hos både länder och banker ska inte negligeras, och vi behåller därför vår försiktiga inställning till tillgångsslaget. Kapitalbevarande kommer aldrig bli omodernt.

EUROPEISKA VÄRDERINGAR PÅ HISTORISKA BOTTENNIVÅER



Amerikanska aktier har utvecklats relativt starkt under senaste året, vilket lett till att bolagsvärderingar för närvarande befinner sig på nivåer kring det historiska snittet. Bolag i Eurozonen handlas dock klart under det historiska snittet i termer av P/E och P/B, vilket är en konsekvens av den betydligt sämre utvecklingen för aktiemarknader i regionen.



Centralbanker tankar lågoktaniga räntepapper

- *Korta statspappersräntor förblir låga länge...*
- *...medan räntorna på statsobligationer stiger - av flera skäl*
- *High Yield-obligationer och EM Debt alltjämt bästa alternativen för ränteplacerare*

Att de tongivande centralbankerna i industrilandsområdet OECD - Federal Reserve, ECB, Bank of England, Bank of Japan - ska behålla sin "nollräntepolitik" under minst några år till är de flesta analytiker och finansmarknadsaktörer överens om. I USA instämmer till och med Fed-ledamöter i den prognosen genom sitt "löfte" att styrräntan ska hållas oförändrad på 0-0,25 procent åtminstone fram till hösten 2014.

När det gäller "okonventionella" penningpolitiska åtgärder - i första hand statsobligationsköp - är bilden av framtiden inte lika entydig. I backspegeln har dessa åtgärder på senare år lett till att balansräkningarna hos de stora centralbankerna formigen exploderat, när tillgångssidan fyllts på med förvärvade statsobligationer och skuldsidan vuxit som en spegling av finanssystemets växande fordringar på centralbankerna. Det senare är liktydigt med att den monetära basen (sedlar, mynt, bankers centralbanksfordringar) ökat.

För att penningmängden i en ekonomi också ska växa måste emellertid affärsbankerna börja använda sina fordringar på centralbanken som en grundplåt för utlåning till hushåll och företag, ämnad för konsumtion och investeringar. Det vore liktydigt med att kreditmultiplikatorn rullar igång. Först då skulle den okonventionella penningpolitiken börja leverera sin fulla stimulanseffekt på konjunkturen.

Hittills har politiken med obligationsköp främst gagnat ekonomin genom betydligt lägre statsobligationsräntor än som annars skulle ha varit fallet. Centralbanker har således direkt påverkat inte bara de allra kortaste räntorna - vilket är det "normala" - utan räntorna efter hela avkastningskurvan, som fås fram genom att sammanbinda räntor på räntepapper med olika löptider. I Europa har ECB:s två treårslån till banker på

totalt över 1 000 miljarder euro (brutto) - förutom att minska risken för akuta finansieringsproblem i banksystemet - också bidragit till lägre obligationsräntor, när banker för pengar lånade av ECB bland annat köpt sina egna länders statsobligationer.

Medan penningmängden i Euroland sedan något år tillbaka ökat ganska långsamt, har den i USA vuxit allt snabbare. Feds okonventionella politik börjar således få bredare positiva effekter på konjunkturen. Ett annat tecken på det gavs av svaren i Feds senaste kvartalsvisa enkät riktad till utlåningsansvariga i amerikanska affärsbanker (Senior Loan Officer Survey), vilka rapporterade att bankerna lättat på utlåningsvillkoren samtidigt som efterfrågan på både konsumtions- och företagslån ökar på bred front över USA.

Budskapet i protokollet från Feds räntemöte i mars minskade också sannolikheten för nya stimulanser via obligationsköp, åtminstone under den närmaste tiden. Endast ett fåtal ledamöter i räntegruppen FOMC ansåg då att nya stimulanser kunde bli nödvändigt om ekonomin tappat fart och/eller om inflationen biter sig fast under 2 procent.

En oväntat svag arbetsmarknad ihop med ihållande låga inflationsförväntningar och utsikter till betydligt stramare finanspolitik efter presidentvalet i november skulle dock kunna leda till att frågan om ny stimulans aktualiseras igen.

ECB har under våren inte signalerat några förändringar i sin penningpolitik, trots att recessionslampan lyst röd i unionsområdet och oron kring Spaniens finanser stegrats. ECB-chefen Draghi har istället upprepat att det nu är upp till krisländerna själva att lösa sina statsfinansiella problem, och att ECB behöver tid på sig för att studera de långsiktiga effekterna av treårslånen. En återstart för ECB:s köp av statsobligationer i andrahandsmarknaden (SMP) verkar inte aktuell för närvarande. Refiräntan har förblivit 1 procent sedan senaste sänkningen mot slutet av 2011, och bedöms ligga kvar på den nivån de närmaste åren.

ECB:s agerande präglas av en rädsla för att politikerna ska slå av på åtstramnings- och reformtaket, men frågan är hur länge till ECB kan stå fast vid denna hållning. De positiva effekterna av

treårslånen avklingar, och bankernas utlåning riskerar att åter försvagas. Om de spanska problemen eskalerar, kanske ihop med ökad oro för Italiens finanser, är det möjligt att ECB återupptar sina obligationsköp i andrahandsmarknaden.

I Storbritannien har inflationen en längre tid överstigit BoE:s mål på 2 procent. Men även om prisökningstakten landar under målet in under 2013 torde – att döma av protokollet från räntemötet i april – ytterligare stimulansplaner ligga kvar på is. Taket för statsobligationsköp höjs i så fall inte från nuvarande 325 miljarder pund, och styrräntan förblir 0,50 procent åtminstone fram till början av 2014.

Bank of Japan har genomfört stora köp av värdepapper (förutom statsskuldväxlar och statsobligationer, även företagsobligationer och ETF:er), och i början på maj tillkännagavs utvidgade sådana köp med 5 biljoner yen till 70 biljoner yen som mål för nästa sommar. Givet utsikterna till fortsatt deflation (allmänt prisfall), mycket lediga resurser i ekonomin och de hårt ansträngda statsfinanserna kan ytterligare penningpolitiska stimulanser inte uteslutas. Japanska styrräntan spås allmänt ligga kvar på 0,10 procent under många år.

Centralbankers stora tankning av statsobligationer utgivna av skuldyngda låntagare med sviktande kreditvärdighet har bidragit till att minska dessas attraktivitet hos ränteplacereare. Inte minst tack vare Feds obligationsköp är idag amerikanska statspappersräntor på samtliga löptider upp till 30 år längre än inflationen, realräntorna är med andra ord negativa. Kontrasten mot början av 1980-talet är skarp. Då var realräntan på korta statskuldväxlar i USA 7-8 procent, och den 10-åriga reala statsobligationsräntan noterades som högst till 10 procent.

Det är bland annat mot denna bakgrund svårt att se någon annan riktning än uppåt för statsobligationsräntorna i USA – och i Europas kärnländer – under de närmaste åren. Till bilden hör även några centralbankers tveksamhet att fortsätta sina kursstödjande obligationsköp (se ovan), de stora emissionsbehoven samt utsikterna till hygglig riskapitet, vilket brukat missgynna statsobligationer.

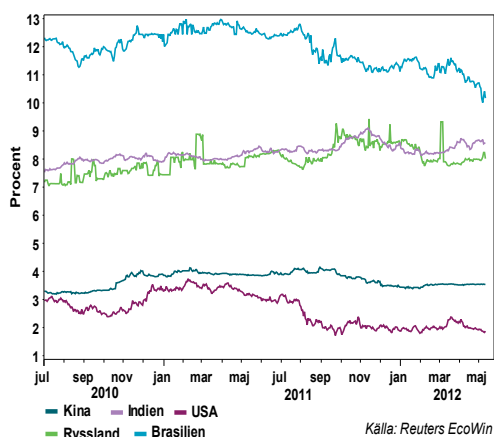
Större avkastningspotential finns

Alternativen företagsobligationer – inte minst High Yield – och Emerging Markets-obligationer (EM Debt) erbjuder då ränteplacereare avsevärt större avkastningspotential än statsobligationer.

Företags finansiella situation är i flera stycken bättre jämfört med många stater i OECD. Bland annat präglades den nyss avslutade rapportperioden av överraskande höga vinster och stor försäljning, och företagens balansräkningar har på senare år stärkts genom minskad skuldsättning, förlängda löptider på obligationslån samt ökad likviditet.

Vidare var andelen konkurser globalt bland High Yield-bolagen i mars endast 2,3 procent räknat på 12 månader, och ratinginstitutet Moody's prognos för december 2012 är 3 procent. Det kan jämföras med dels snittet sedan 1983 på 5 procent, dels det faktum att dagens stora räntegap mellan företags- och statsobligationer visar att marknaden räknar med en betydligt högre konkursandel än den troliga.

Det finns därför utrymme för krympande räntegap och lägre företagsobligationsräntor, med åtföljande chans till kursvinster på företagsobligationer för ränteplacereare.



RÄNTEGAP SOM FÖREBÅDAR GODA PLACERINGSALTERNATIV

Statsobligationsräntorna (10 år) i BRIC-länderna (Brasilien, Ryssland, Indien och Kina) är avsevärt högre än motsvarande ränta i USA, trots att offentliga budgetsaldon och bytesbalanser är mycket bättre i BRIC-området jämfört med USA (Indien undantag). Det och utsikter till räntesänkningar liksom starkare valutor är placeringsargument för obligationer i BRIC och andra delar av Emerging Markets-sfären.



Marknadsläget talar för defensiva förvaltare

- Politisk osäkerhet får hedgefonder att skaka...
- ...och förvaltare försöker vara mer snabbfotade
- Obalanser inom och mellan tillgångsslagen talar för Relative Value

Hedgefonder fick en god start på året, men utvecklingen har sedan förra utgåvan av Investment Outlook (utgiven 21 februari 2012) planat ut något. Flertalet av de strategier som led mest under 2011 var de som lyckades bäst under första kvartalet. Svängningarna mellan "risk på" och "risk av" blev mindre påtagliga i takt med att volatilitet och korrelationer minskade. HFRX Global Hedge Fund Index (i EUR) avslutade kvartalet plus 3,1 procent, med större delen av uppgången fram till slutet av februari. Risktillgångar fick bra stöd från förbättrade makroindikatorer, minskad rädsla för eurokollaps och mycket gynnsamma monetära förhållanden. Inte helt förvånande var det de strategier med högst marknadsexponering som gick bäst.

Utsikterna för den närmaste tiden har blivit lite mer blandade. Negativt är att eurospöket har kommit in på scenen igen, denna gång med fokus på Spanien. Valkampanjen i Frankrike skapade viss osäkerhet och USA:s återhämtning är möjligtvis svagare än man tidigare hoppats på. Positivt är att allt fler tycks utesluta en hårdlandning i Kina, och positivt är också att det nu faktiskt finns en struktur för hur eurozonen ska släcka "eurobränder". Dock har åter oron för den politiska oförutsägbarheten ökat.

Vi delar in hedgefondmarknaden i fyra huvudstrategier:

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

Equity Long/Short

Det första kvartalet var det bästa sedan tredje kvartalet 2009 för strategin. Den kraftiga uppgången på aktiemarknaderna drevs av makrofaktorer och likviditet. Amerikansk och tysk statistik överraskade positivt och Europeiska Centralbankens LTRO

(Long Term Refinancing Operation)-program skapade överskott på likviditet samt eliminerade risken för en panikartad likviditetsstress bland europeiska banker.

I en sådan miljö är det förvaltare med hög nettoexponering mot aktier som går allra bäst. Av samma skäl har de hedgefonder som gick sämst förra året varit de som utvecklats bäst i år och vice versa. De flesta L/S-förvaltarna har en tendens att vara bottom up-fokuserade, men det är svårt att hävda att bolagsfundamentala orsaker varit någon större drivkraft. Utvecklingen har snarare drivits av en bredare marknadsexponering istället för rent aktieurval. Inom huvudstrategin Equity Long/Short har Long Biased och Variable Net haft den starkaste utvecklingen. Med några förvaltare undantagna har Market Neutral haft det svårt, vilket resulterade i en nedgång på 1,6 procent för HFRX Equity Market Neutral under kvartalet.

Efter en stark start på året har amerikansk makroekonomisk statistik som inköpschefernas index och arbetsmarknadsstatistik på sistone visat svagheter. Trots LTRO-effekterna har oron åter blossat upp i Europa, nu med Spanien i centrum. Valutfallen i Frankrike (ny president i François Hollande) och Grekland (hela nio partier klarade treprocentssparren) kommer sannolikt att leda till större osäkerhet de kommande månaderna. Förvaltare med förmåga att skapa avkastning både genom att gå långa och gå korta kommer att klara sig bättre än de som är mer beroende av marknadsriktningen generellt. Equity Market Neutral lär vara motståndskraftig den närmaste lite mer osäkra perioden vi har framför oss. I ett läge av aktierally lär den inte hävda sig särskilt väl, men som helhet kommer den att kunna bidra med positiv avkastning till väldigt låg risk.

Relative Value

Räntebärande strategier utvecklades generellt sett väl under det första kvartalet som slutade med en uppgång på 3,56 procent för HFRX Relative Value. Miljön med fortsatt låga korträntor i mogna marknader fick förvaltarna att istället fokusera på långa och medellånga löptider. De tvingades också bli mer taktiska givet riskallt under kvartalet. Passiva och långa positioner som fungerade så väl under 2011 skulle ha varit smärt-

samma under kvartalet, särskilt de mot inriktning mot USA. Kreditspreadarna fortsatte att sjunka och bottenade någon gång runt mitten av mars, sedan dess har de stigit, men inte kommit i närheten av nivåerna vi såg runt årsskiftet. Några av förvaltarna med toppresultat under 2011 var tveksamma till fortsatt tillväxt och ansåg att likviditetsinjektionerna skulle ha en mer temporär effekt. Denna hållning var inte särskilt gynnsam under större delen av kvartalet, men började betala sig under den senare delen när det började blåsa orosvindar runt eurozonen igen. Faktum kvarstår dock; LTRO har stabiliserat oron kring europeiska emissioner av statsobligationer. Dessutom uteblev den upplåningspanik för bankerna som många hade väntat sig. Den grekiska skuldrekonstruktionen blev väl mottagen av marknaderna. Likviditetssituationen förbättrades avsevärt och förvaltare av företagsobligationer har, tack vare tydligare utvecklingsskillnader mellan olika regioner och sektorer, blivit villigare att selektivt öka exponeringen.

När det gäller USA har förvaltare fokuserat på att förstå och försöka spå implikationerna av potentiella styrränteförändringar. Även om stödet för fortsatt lågräntepolitik var väldigt starkt för några månader sedan har en tveksamhet till ytterligare kvantitativa stimulanser i Fed framkommit, vilket kommer att öka osäkerheten kring den medellånga och långa delen av räntekurvan. Förvaltarna kommer förmodligen att vara taktiska även fortsättningsvis. Vi är fortsatt positiva till Relative Value även om vi misstänker att de mer försiktiga förvaltarna kommer att göra bäst ifrån sig.

Event Driven och Distressed

Event Driven-strategier steg kraftigt under kvartalet. HFRX Event Driven och HFRX Distressed steg 5,8 procent medan HFRX Merger Arbitrage steg 1,7 procent under samma period. Spreadar som minskade i takt med att fusioner och förvärv närmade sig slutdatum och de facto fullbordades var ett stort bidrag till den positiva utvecklingen inom Merger Arbitrage. Fundamental- och värderingsdrivna investeringar inom både aktier och företagsobligationer gynnades av riskrallyt. De förvaltare som kunde hålla kvar investeringar som gjordes under andra halvan av förra året kammade hem goda förtjänster. Även om många gläds åt likviditetsstimulanserna i Europa finns det

en viss skepsis till hållbarheten i situationen. Lågräntemiljön är gynnsam för en del mer komplicerade arbitragemöjligheter. Förvaltarna hyser hopp om att företag till slut ska börja använda sina balansräkningar och involvera sig i förvärv. Uppfattningen är att det kommer att ske, men 2011 skapade osäkerhet kring detta. Distressed gynnades framför allt av riskrallyt i början av kvartalet. Förvaltarna har fortsatt att leta efter nya situationer och har fokuserat på att ta hem vinster och optimera portföljerna för resten av året. Det fanns en del förhoppningar om lite mer omfattande utförsäljningar från europeiska banker, men någon större aktivitet har det inte varit.

Macro och Trading

Det blev ganska stora skillnader för enskilda förvaltare men som helhet sjönk HFRX Macro/CTA med 1,3 procent under kvartalet. LTRO-programmet lättade likviditetstrycket i slutet av 2011, och fick marknaderna att näst intill flöda över i början av 2012. Marknadens aktörer blev sedan mer optimistiska om amerikansk ekonomi, vilket gav ett riskrally. Nedgraderingar i Europa ledde till att några förvaltare fick se över sina positioner och slutligen blev det de som behöll sina riskpositioner som klarade sig bäst. Euron steg ganska oväntat i februari och i mars blev den amerikanska 10-årsräntan väldigt "hoppig". Det resulterade i ganska dämpade resultat för de två sista månaderna.

CTA och Systematic Macro började kvartalet ganska blandat beroende på allokering och timingbeslut. Generellt drevs vinsterna av innehav i obligationer och råvaror. Resultatet från aktier blev svagt och från valutor väldigt blandat. Den kraftiga svängningen i obligationer tillsammans med återhämtningen för euron orsakade signifikanta förluster för många av förvaltarna som var positionerade för raka motsatsen.

Vår långsiktiga syn är att CTA och Systematic Macro hör hemma i portföljerna både som ett absolutavkastande och ett diversifierande innehav. En något kortsiktigare bedömning är dock att strategin är sårbar i en miljö med "risk on/risk off"-tänk hos investerare. Man bör vara beredd på en svagare period innan strategin åter kan erbjuda samma typ av skyddande karaktär som exempelvis under 2008. Vi är numera mer neutralt inställda och anser att en minskning av positioner kan motiveras.

STRATEGI	INDEX	UTVECKLING % (USD)			
		April 2012	Q1 2012	2011	2010
Global Hedge	HFRX Global Hedge Fund	0,12	3,14	-8,87	5,19
Equity Hedge	HFRX Equity Hedge	-0,09	3,94	-19,08	8,92
Relative Value	HFRX Relative Value Arbitrage	0,28	3,56	-4,00	7,65
Event Driven	HFRX Event Driven	-0,10	5,81	-4,90	1,98
Macro	HFRX Macro	0,43	-1,29	-4,88	-1,73

Källa: SEB



Svalare aktivitet under inledningen av 2012

- Tydligt aktivitetsfall i Europa utgjorde sänke
- Avtagande korrelationer bäddar för bättre placeringsklimat
- REIT-marknaden lockar, men inte utan riskaptit

De senaste åren har den globala fastighetsmarknaden handlat mycket om en ökad efterfrågan av fastighetsbestånd i de större, mer likvida och mindre riskfyllda primärmarknaderna. En drivkraft bakom denna efterfrågan har varit jakten på substitut för en extremt lågavkastande statsobligationsmarknad. En annan anledning har varit den ovanligt oroliga investeringsmiljö vi omgetts av under den här perioden. Den globala ekonomin visar fortfarande svaghet i form av en europeisk statsskuldskris, stramare finansieringsvillkor och fortsatt osäkra ekonomiska utsikter. Positivt är dock att förväntningarna på ekonomin under senare tid har stabiliserats och att det globala finansiella systemet successivt har förbättrats. Primärmarknader fångar fortfarande störst investerarintresse, men med en så stark efterfrågan och ett begränsat utbud av kvalitetsobjekt har även intresset för sekundärmarknader stärkts något under det senaste halvåret.

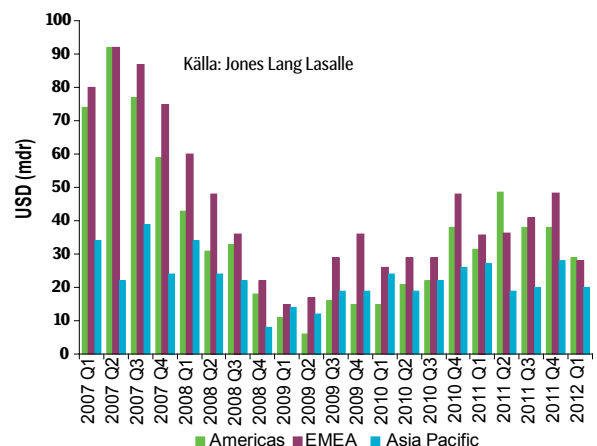
Globalt aktivitetsfall efter starkt 2011

Försäljningsaktiviteten på den globala kommersiella fastighetsmarknaden utvecklades starkt under 2011 där det sista kvartalet blev det mest aktiva, detta trots att skuldskrisen i Europa nådde sin höjdpunkt under samma period. Första kvartalet 2012 registrerades dock svalare aktivitet såväl på kvartalsbasis som på årsbasis.

Kraftigast fall i försäljningsaktivitet syntes i Europa. Samtidigt avtog aktiviteten på leasingmarknaden under årets första kvartal. Hyres- och avkastningsnivåerna stabiliserades under slutet av 2011, en trend som tycktes hålla i sig även under inledningen av 2012. Samtidigt som fastighetsmarknaden i delar av Europa (däribland Tyskland, Polen och Norden) uppfattas som "säkra hamnar" tyngs marknaden i periferiländer fortfarande av den överhängande skuldskrisen.

USA, som avslutade 2011 med de största försäljningsvolymerna sedan 2007, uppvisade en lägre aktivitet av försäljningar på kvartalsbasis under det första kvartalet 2012. På årsbasis var dock aktiviteten i linje med förra året. Leasingaktiviteten föll ytterligare under inledningen av 2012, samtidigt som utbudet av "leasing-yta" minskade. Med fortsatt låg fart i amerikansk byggindustri samtidigt som leasingaktiviteten absorberar den tillgängliga ytan torde den fallande trenden av vakanser hålla i sig. Hyresnivåerna rörde sig i sin helhet inte nämnvärt under första kvartalet 2012, och på de flesta marknader tycks nu hyrorna ha bottnat ur.

AFFÄRSAKTIVITETEN I EUROPA HAR FALLIT KRAFTIGT



Första kvartalet 2012 registrerades svalare aktivitet såväl på kvartalsbasis som på årsbasis. Kraftigast fall i försäljningsaktivitet syntes i Europa till följd av hårdare finansieringsvillkor och fortsatt osäkra ekonomiska utsikter.

Även Asien uppvisade fallande aktivitet, där transaktionsvolymerna dock fortfarande befinner sig på relativt höga nivåer sett till historien. Leasingaktiviteten i regionen är blandad där Kina fortfarande uppvisar en relativt hög aktivitet, men Hong Kong och Singapore uppvisar vissa tendenser till avkylning.

Även förändringar i hyresnivåer tycks spreta isär i regionen där stigande hyror noteras i bland annat Kina och Sydkorea samtidigt som Hong Kong och Singapore redovisar sjunkande hyresnivåer. Även om bilden av regionens utveckling i dagsläget är något mixad förväntas Asiens demografi och inkomstillväxt stötta fastighetsmarknaden i regionen på sikt.

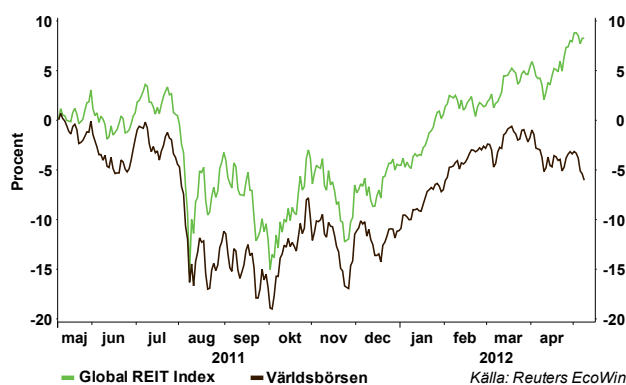
Ett mer hälsosamt investeringsklimat

Under 2012 har olika risktillgångar hittat tillbaka till mer gynnsamma korrelationer efter den extremt höga samvariationen vi bevitnade under hösten 2011. Detta skulle kunna tolkas som om placerare har släppt en del av det risk on/risk off-tänket som präglade marknaden under förra hösten och vintern och som oftast är orsaken till att risktillgångar rör sig väldigt snarlikt. Under våren tycks investerare istället ha återgått till att fokusera mer på underliggande förutsättningar för olika typer av tillgångar. På så sätt har ett betydligt mer hälsosamt klimat ur ett riskjusterat avkastningsperspektiv skapats.

Investeringar i den indirekta fastighetsmarknaden (via Real Estate Investment Trusts, REIT:s) korrelerade kraftigt (omkring 95%) med den globala aktiemarknaden under andra halvan av 2011. Under 2012 har dock korrelationen krupit ned till omkring 80 procent där de olika tillgångarnas utveckling på senare tid också uppvisat tydlig divergens.

På sidlinjen av fastighetsmarknaden

Fastigheter har sedan förra sommaren varit ett tillgångslag vi haft en relativt försiktig hållning till. De illikvida investeringarna i den direkta fastighetsmarknaden lockade inte under den skakiga hösten, och intresset för de mer volatila indirekta fastighetsinvesteringarna via REIT:s och fastighetsaktier var dämpat. Även om vår syn på tillgångslaget inte varit negativ har vi ändå valt att stå vid sidlinjen under en tid. Fortsätter den globala ekonomin att stärkas samtidigt som vi ser ytterligare tecken på ett mer sunt finansiellt system kan det snart dock vara dags att åter ta en position i fastigheter.



KORRELATIONEN TILL AKTIEMARKNADEN AVTAR

Den extremt kraftiga korrelation som REIT-marknaden uppvisade mot globala aktiemarknaden under andra halvan av 2011 har successivt avtagit under 2012. Vi ser också på sistone en tydligare divergens mellan tillgångslagens utveckling.



To be(ta) or not to be(ta)?

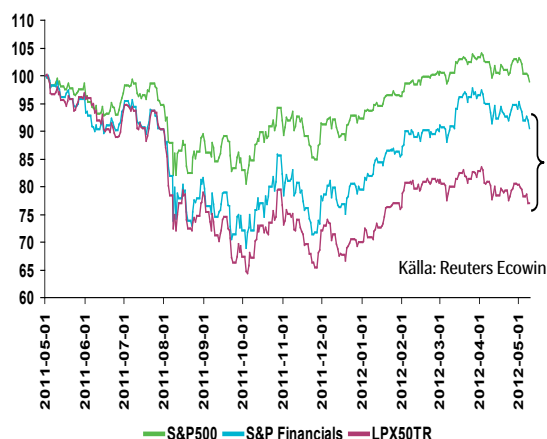
- Underliggande portföljbolag utvecklas överlag väl med ihållande substansrabatter
- Instabil finansierings- och konjunktursituation bidrar till ökad frikoppling
- Förmåga till alfaskapande är sannolikt den viktigaste nyckeln till framgång den närmaste tiden

Placerare tenderar generellt att se på Private Equity, i synnerhet noterade bolag, som en högbeta-variant av aktier, eller som en investering i finansaktier. Den senaste tidens utveckling utgör vid en första anblick inget undantag. Index för noterade PE-bolag har de senaste åren rört sig mer än breda aktiemarknaden i såväl upp- som nedgång, och i stora drag i linje med finanssektorns bolag. Sedan börsfallet i början av hösten 2011, har dock ett delvis nytt mönster kunnat skönjas. PE-bolagen följde under hösten med finansindex hela vägen ned, men har inte återhämtat sig med samma kraft. I förra utgåvan av Investment Outlook (utgiven 21 februari 2012) argumenterade vi för att denna utveckling var oförtjänt. Till del kvarstår den bilden, men vi ser även andra, mer varaktiga faktorer, bakom PE-bolagens ökade frikoppling från finansaktierna. Dessa faktorer belyser vi denna gång.

Om vi först gör en bedömning av det allmänna läget kan vi konstatera att PE-sektorn, ur ett fundamentalt perspektiv har klarat sig väl på sistone. De underliggande portföljbolagen utvecklas överlag fortfarande väl och substansvärdena (NAV) håller sig nu väl uppe (efter den nedgång som höstkraschen förde med sig). Bolagens finansiella ställning är också alltjämt stabil, belåningsgraden har fortsatt att sjunka något samtidigt som man i finans-krisens kölvatten förlängt durationen på sina skulder väsentligt.

Å andra sidan ser vi en instabil finansieringssituation där bankernas vilja och förmåga att låna ut pengar är satt under press, något som är bekymmersamt då finansieringsmarknaden är essentiell för PE-bolagen. Den envist kvarstående konjunkturosäkerheten bidrar också till osäkerhet kring sektorns förmåga att generera avkastning framöver.

SVAGARE ÅTERHÄMTNING ÄN FINANSSEKTORN



Breda index för noterade PE-bolag (vinröd) har inte visat samma styrka i återhämtningen som finanssektorn (turkos linje). Möjligtvis är detta ett tecken på en ökad frikoppling från en historisk tydlig betajustering.

Tittar vi på kapitalflöden och likviditet är även den bilden tudelad. Affärsaktiviteten på PE-marknaden har förvisso gått ned väsentligt. Under årets första kvartal genomfördes drygt 300 affärer globalt, att jämföra med knappt 500 föregående kvartal och drygt 400 under samma kvartal i fjol. Varaktigt minskat affärsflöde tenderar att slå negativt mot viljan att investera i sektorn då det reducerar möjligheterna för bolagen att realisera goda investeringar på en svag exit-marknad. Placerares intresse att investera i PE har dock de facto generellt ökat, något som bidragit till ett relativt stort inflöde av kapital till sektorn. I kombination med att många PE-bolag under de senaste krisåren inte funnit investeringsobjekt till det kapital man tagit in från marknaden tidigare, skapar detta ett tydligt investeringstryck. Samtidigt vet vi att det finns flera aktörer, inte minst europeiska banker, som behöver sälja av sina PE-investeringar av finansiella eller legala skäl.

Effekten av de ovan beskrivna faktorerna har blivit att noterade PE-bolag har fortsatt att handlas med historiskt sett höga NAV-rabatter, runt 35-40 procent. De höga rabatterna i kombination

med den, relativt finanssektorn, svaga kursutvecklingen på sistone talar dock för att PE-bolagen har potential framöver.

Men även om potentialen finns där ser vi också en del skillnader i förutsättningarna för PE som kan motivera den ökade frikopplingen från den generella marknadsutvecklingen, och möjligen också en generellt lägre värdering än det historiska snittet.

De faktorer som framför allt förändrats den senaste tiden är:

- Konjunktorens styrka och mönster
- Instabiliteten i finansieringsbilden
- Den svårbedömda flödessituationen

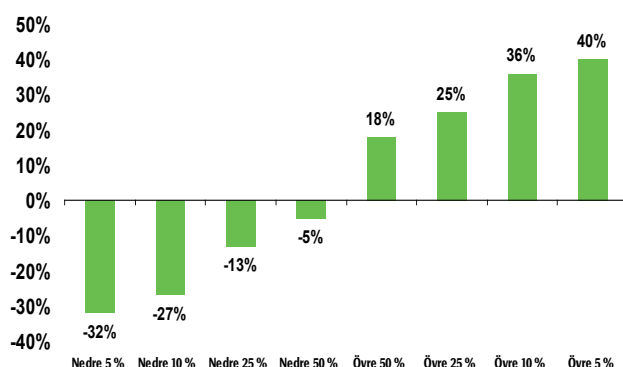
Vad det gäller konjunkturen ser vi framför oss en period med tydligt dämpad tillväxt i främst industriländerna, vilket hämmar den globala tillväxten. Vi har också tidigare argumenterat för att denna tillväxt kommer att vara mer volatil eller "vobblande", än historiskt. I en miljö präglad av osäker tillväxt ökar svårigheterna att prognostisera försäljningsutvecklingen (top line) och riskerna för besvikelser vad det gäller förmågan att generera vinster (bottom line) blir större. Ökad osäkerhet kring bolagens intjänning kan leda till en generellt försiktigare värdering av aktier, vilket slår extra hårt mot PE-sektorn givet dess belåning. Tillsammans med ökad osäkerhet gällande finansiering och kapitalflöden på marknaden talar detta för en lägre värdering än det historiska genomsnittet.

Även om ovanstående faktorer gör bilden mer svårbedömd är den inte entydigt dystur. Dels finns det möjligheter till stabilisering framöver avseende såväl tillväxten som finanssektorns hälsotillstånd. Dels är bilden redan nu tillräckligt stabil för att generera god avkastning för de PE-aktörer som förmår fånga möjligheterna att attrahera kapital och skapa reella mervärden i sina portföljbolag.

I en marknad där tillväxten inte är självklar blir valet av förvaltare extra viktigt. Studier visar också på stora skillnader mellan PE-förvaltares förmåga att skapa överavkastning, alfa. En studie från Golding Capital Partners jämför PE-förvaltares förmåga att under perioden 1977-2010 skapa överavkastning mot ett jämförbart aktieindex (avser förvaltare i USA och Europa och omfattar 4 200 transaktioner). Studien visar att förvaltarna på den övre halvan genererade ett alfa på 18 procent medan den undre halvan skapade ett negativt alfa på 5 procent. Värt att notera är också att de fem mest framgångsrika procenten av förvaltarna förmår skapa ett alfa på 40 procent visavi aktier. Även andra studier bekräftar bilden av stora skillnader mellan PE-förvaltares förmåga att skapa meravkastning över tid.

Private Equity-bolag kommer i en värld präglad av makroekonomiska och finansiella risker i allt mindre grad kunna förlita sig på fundamentala faktorer som tillväxt och kreditillgänglighet. I en dessutom allt hårdare konkurrens om attraktiva investeringar kommer alfa genererande faktorer så som proaktiv utsökning av investeringsprospekt och värdeskapande ägarskap vara nycklar till framgång. Den ökade osäkerheten och den mer dämpade tillväxtbilden talar tydligt för att det inte längre "räcker" att köpa en genomsnittlig PE-portfölj i hopp om att belåning och underliggande tillväxt ska skapa värdeökning som motiverar risken.

Den historiskt sett låga värderingen i kombination med utsikter till gradvis ekonomisk stabilisering skapar förutsättningar för en relativt god utveckling för Private Equity på sikt. Dagens stora osäkerheter leder dock till en avvaktande inställning till PE generellt. Förmåga till alfaskapande kommer att få allt större betydelse och är sannolikt den viktigaste nyckeln till framgång den närmaste tiden.



Källa: Reuters Ecowin

PRIVATE EQUITY-BOLAGENS FÖRMÅGA TILL ALFAGENERERING SKIFTAR

En studie från Golding Capital Partners jämför PE-förvaltares förmåga att under perioden 1977-2010 skapa överavkastning mot ett jämförbart aktieindex (avser förvaltare i USA och Europa och omfattar 4 200 transaktioner).



Högre råvarupriser mot slutet av året

- *Oljepris med uppsiderisk närmaste tiden*
- *Minskad spekulation och många gruvprojekt ger ökad osäkerhet för guld*
- *Normalt väder och stora lager sänker agri*

Sedan förra utgåvan av Investment Outlook (utgiven 21 februari 2012) har priserna på såväl industrimetaller och jordbruksråvaror som guld fallit tillbaka en del. Oljan däremot noteras högre idag jämfört med för 3 månader sedan, även om priset i skrivande stund är lägre än toppnoteringarna i mars. Några av de bakomliggande orsakerna är svagare makrostatistik än väntat och förnyad osäkerhet om Kinas ekonomiska utveckling.

Risken i oljepriset främst på uppsidan

Oljepriset (Brent) fortsatte att stiga under februari och handlades under större delen av mars runt 125 dollar per fat. Under april dämpades dock prisutvecklingen av ett antal faktorer; svagare efterfrågan (säsongsmässigt tiden mellan "the heating season" – perioden då det konsumeras mycket olja för uppvärmning och "driving season" – perioden då vi kör mycket bil), underhåll av raffinaderier, en ny förhandlingsrunda med Iran, relativt svag makrostatistik och hög OPEC-produktion (främst påeldad av Saudiarabien).

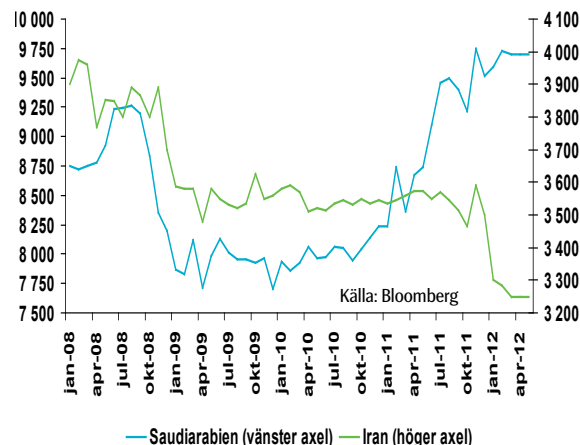
Då vi nu närmar oss "driving season" och raffinaderierna åter har börjat öka sin produktion har flera av dessa bakomliggande orsaker inte längre lika stor negativ påverkan. Saudiarabien har, med visst stöd från ett ökat utbud från Libyen och Irak, försökt trycka ned oljepriset mot 100 dollar per fat för att förhindra att Iran kompenseras för produktionsbortfall med högre pris. Detta överutbud har dock marknadsaktörer använt till att bygga upp sina lager. Den väntade utbudsökningen från SPR (Strategic Petroleum Reserves) inom OECD skulle dock tillfälligt kunna leda till fallande priser i sommar. Samtidigt kvarstår flera utbudsstörningar såsom oroligheterna i Sudan, Syrien och Yemen samt distributionsstörningar i Nordsjön.

Många faktorer med potential att driva upp oljepriset kvarstår. Vi kan ännu inte stryka Iran från orosagendan. Det är fullt möj-

ligt att landet endast inlett nya förhandlingar för att vinna tid och situationen kan snabbt försämrats igen.

Vidare är den höga produktionen inom OPEC, och då främst i Saudiarabien, oroande på sikt. Om Saudiarabien använder alltmer av sin reservkapacitet för att kompensera för bortfallet från Iran, samtidigt som oljefterfrågan utanför OECD fortsätter att öka finns det en risk för att vi, i slutet av året med förväntad konjunkturåterhämtning, befinner oss i en situation med låg reservkapacitet och låga lager, vilket potentiellt kan leda till kraftigt stigande oljepriser. Vi räknar med något högre oljepriser mot slutet av 2012, men med risk för bakslag på vägen dit.

ÖKAD OLJEPRODUKTION I SAUDIARABIEN



Att Iraks oljeproduktion har fallit har med marginal kompensats av en ökad produktion från Saudiarabien vilket hållit tillbaka priset. Graferna visar oljeproduktionen i tusental fat per dag.

Volatil men positiv resa för industrimetallerna

Efter den starka inledningen av året har prisutvecklingen på industrimetaller varit fallande. Som vi nämnde i senaste utgåvan av Investment Outlook är det huruvida Kinas ekonomi mjuk- eller hårdlandar som är absolut avgörande för prisutvecklingen då landet står för cirka 40 procent av den globala konsumtionen. De senaste månaderna har makroindikatorer från Kina varit något svagare och oron för en hårdlandning har ökat. Detta har satt avtryck i priserna. En del industrimetaller prissätts nu i nivå

med marginalproduktionskostnaden, detta gäller främst för nickel, men även aluminium närmar sig denna nivå.

För koppar är situationen annorlunda. Marknaden för metallen är fundamentalt ansträngd då utbudstillväxten är obefintlig. Ett orosmoln som dykt upp på kopparhimlen är de stigande lagren i Kina, vilka kan vara en konsekvens av att kineserna köpt mer koppar än de haft behov av. Vi bedömer dock att kineserna snarare passar på att öka sina lager när de anser priserna vara attraktiva, vilket det finns historiska exempel på. Vår uppfattning är alltså att landet står inför en mjuklandning och att vi därför får räkna med högre priser på industrimetaller under året. Det blir dock sannolikt en volatil resa på kort till medellång sikt. Marknaden behöver övertygas om att Kina inte hårdlandar innan vi får se markant högre priser och för det krävs nog starkare signaler.

Mindre spekulation i guld den senaste tiden

Guldpriset har likt börserna varit stigande sedan början av 2009, men från slutet av fjolåret har trenden snarare varit svagt fallande. Samtidigt har andelen spekulativa guldpositioner minskat sedan halvårsskiftet 2011, och nu nått nivåer vi senast bevitnade 2009. Rådande makromiljö med hög likviditet, låga realräntor och hög systemrisk borde ge stöd åt guldpriset, men det faktum att det inte stiger kan vara en signal om att den långa positiva trenden närmar sig ett slut. Stigande inflationsoro eller överraskande likviditetsinjektioner känns mindre troliga i dagsläget, så det krävs sannolikt en ökad systemrisk för att lyfta guldpriset till högre nivåer. I tider då förväntningar om likviditetsinjektioner råder har guld tenderat att utvecklas starkare relativt andra ädelmetaller som exempelvis silver, palladium och platina. När förväntningarna om ökande tillväxt styr marknadsklimatet har det omvända gällt. Det läget har varit rådande sedan november i fjol.

Guld sticker ut som kraftigt överrepresenterat när det gäller nya aktiva gruvprojekt. Ett ökat utbud av guld har historiskt gått hand i hand med ett stigande pris. Med ett fortsatt

ökande utbud i kombination med en stagnerande till fallande prisutveckling är det nog dock förnuftigt att ha en försiktig hållning till guld den närmaste tiden.

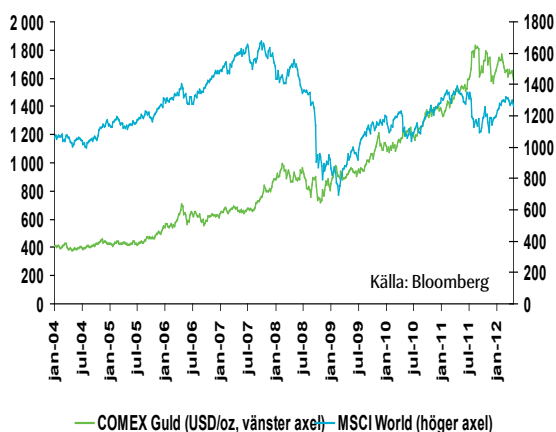
Återhämtningen i jordbrukspriserna tillfällig

Priserna på jordbruksråvaror har varit fallande sedan våren 2011. Under inledningen av innevarande år har flertalet råvaror dock återhämtat sig något, vilket vi bedömer endast är en tillfällig paus i resan mot lägre priser. Sojabönor är dock ett undantag då torkan i Sydamerika stört utbudet kraftigt samtidigt som efterfrågan från Kina alltså är stark. För övriga jordbruksprodukter talar flera faktorer för lägre noteringar. Höga priser har under en tid skapat incitament att plantera mer, vilket leder till större skördar framöver. Vidare tyder alltmer på att väderfenomenet La Niña närmar sig normala förhållanden innan sommaren.

Vete är det sädeslag som ser fundamentalt svagast ut, dels på grund av höga lagernivåer, men också för att kommande skördar väntas bli bra. Även priset på majs lär få det svårt att stiga den närmaste tiden, detta då det väntas stora majsskördar samtidigt som efterfrågan till etanolproduktion i USA har minskat avsevärt. Etanoltillverkning stod tidigare för cirka 40 procent av majsefterfrågan i USA. Nu har dock både tidigare bidrag till denna produktion samt importtullar på sockeretanol från Brasilien tagits bort, vilket pressar efterfrågan och därmed prisutvecklingen på majs.

Givet vårt huvudscenario bör priserna stiga

Bortsett från jordbruksråvaror är det konjunkturutvecklingen och då inte minst i Kina som är avgörande för prisutvecklingen för råvaror. Även om senaste tidens makrostatistik från USA inte alltid nått förväntningarna och att statistik från Kinas gjort att marknadens aktörer ånyo ifrågasatt landets ekonomiska utveckling håller vi fast vid vårt huvudscenario om att Kina mjuklandar, att eurozonen inte upplöses och att den globala tillväxten fortskrider i en skaplig takt. Givet att vårt scenario blir det faktiska har de flesta råvaror, och då inte minst industrimetaller, potential att stiga och ligga högre mot slutet av året än idag.



GULDPRISER MER FRIKOPPLAT FRÅN BÖRSEN

Den starka korrelationen mellan guldpriset och världsbörsen sedan 2009 upphörde att gälla vid halvårsskiftet i fjol.

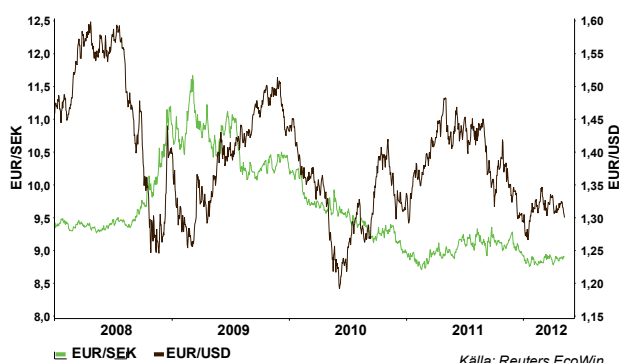


Valutarörelser lyser med sin frånvaro

- Låg aktivitet på valutamarknaden
- Dollarn mer attraktiv än euron
- Yenens billigare på sikt

Aktiviteten på valutamarknaden har minskat radikalt de senaste månaderna. Många "valutapar" visar få livstecken och volatiliteten (rörelserna) har sjunkit markant. En förklaring är att i tider med svag tillväxt är det få länder som vill se sin valuta stärkas, då en starkare valuta försvagar konkurrenskraften. Samtidigt är valutamarknaden ett relativspel. För att en valuta skall stärkas krävs att en annan försvagas och därmed rör sig flertalet valutapar knappt alls. Exempelvis har Schweiz valt att införa ett golv kring 1,20 mot euron, där schweizerfrancen inte tillåts bli starkare än så. Den japanska yenen är ett annat exempel där centralbanken valutaintervenerar i syfte att inte låta yenen förstärkas i allt för stor utsträckning.

SMÅ VALUTARÖRELSE UNDER 2012



Flertalet valutapar har stått mer eller mindre stilla under 2012. De akuta problemen för flera medlemsländer i eurozonen har hittills inte satt några större avtryck på eurokursen.

En valutamarknad utan trendmässiga rörelser är ett utmanande klimat att skapa avkastning i, varför förutsättningarna för valutafonder i nuläget ter sig bistra. Efter en lång period med så kallad range trading (handel inom ett intervall) kan dock rörelserna bli stora när kurserna mellan valutorna väl hamnar utanför tidigare intervall.

Överraskande eurostyrka

Trots en hel del orosmoln i eurozonen har euron lyckats hålla sig kvar på förvånansvärt starka nivåer. Att euron skall handlas med en viss riskpremie känns naturligt, givet att framtiden för flertalet medlemsländer ter sig oviss. Valutfallen i Grekland och Frankrike har förvisso fått euron att vackla något, men med tanke på den politiska utvecklingen är rörelsen överraskande liten. Det finns dock ett par förklaringar till varför Spanienproblematiken och den politiska osäkerheten i eurozonen ännu inte satt några tydliga avtryck i eurokursen.

Asiatiska centralbanker har under flera år haft en ambition att minska amerikanska dollarns dominerande ställning i sina valutareserver genom att placera mer i andra valutor. I och med att stora likvida valutor är att föredra i en valutareserv, har ökad euroexponering varit ett naturligt val. Under den sydeuropeiska krisen har kinesiska centralbanken även köpt stora volymer obligationer utgivna av de krisdrabbade länderna. Det finns således motiv för Kina att stödköpa euro, så att inte värdet på euron och därmed obligationerna sjunker allt för mycket. Som en följd av finansieringen till eurozonens krisfonder växlas även stora summor till euro (bland annat från Internationella valutafonden, IMF). Slutligen behöver den europeiska banksektorn minska sitt risktagande, vilket bland annat sker genom försäljning av värdepappersinnehav utanför eurozonen som sedan växlas till euro. Flödestrenderna stöttar således euron i nuläget och kan delvis förklara varför valutan inte tappat mer i värde.

USD att föredra framför EUR

Den amerikanska dollarn tyngs av ett betydande bytesbalansunderskott. Dessutom är det valår i USA i år och utgången är minst sagt osäker. President Barack Obamas popularitet har dalat och det verkar inte vara problemfritt att få en bred

uppslutning kring finanspolitiken. Å andra sidan går mycket åt rätt håll för den amerikanska ekonomin för tillfället. Bland annat har arbetsmarknaden förstärkts snabbare än väntat och huspriserna har stabiliserats. Bättre tillväxtutsikter ger stöd åt dollarn, särskilt jämfört med euron, då prognosen med en recession i eurozonen fortfarande ligger fast. Vidare är risken för negativa överraskningar från skuldsatta euromedlemmar stor och sammantaget är vår bedömning att EUR/USD-kursen faller från dagens 1,31 till 1,26 vid halvårsskiftet i år. Även den svenska kronan bedöms gradvis stärkas något mot euron samtidigt som den inte riktigt orkar hålla jämna steg med dollarn.

Yenen lär bli billigare

Sedan 2007 har yenen mätt mot Japans viktigaste handelspartners valutor stärkts med cirka 40-45 procent, men det finns ett antal argument för att vi kommer få en klart svagare japansk valuta på sikt. De flesta bedömare anser att yenen i nuläget är övervärderad. Enligt SEB:s beräkningar ligger en jämviktskurs mot dollarn någonstans kring 115 USD/JPY, och för att nå dit krävs en försvagning med cirka 40 procent från dagens nivå (80 USD/JPY). Japanska myndigheter lär också välkomna en svagare valuta. Dels skulle det underlätta för exportsektorn och därmed stötta den svaga tillväxten, dels skulle deflationstrycket minska. En svagare valuta kan vara ett effektivt verktyg att elda på inflationstillväxten, då utländska varor blir dyrare för japanska konsumenter och företag (så kallad importerad inflation).

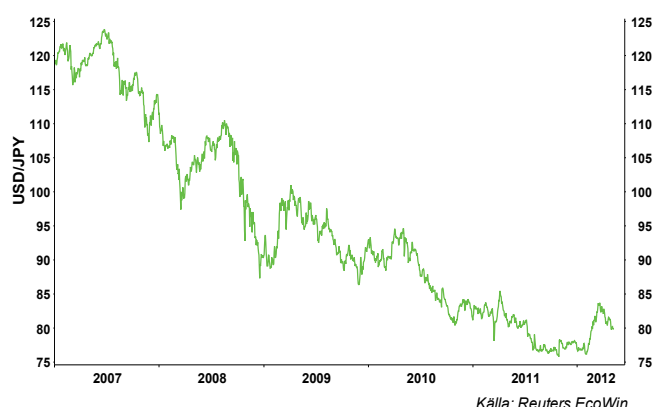
Det finns dock fortsatt stora orosmoln på marknadshimlen och i perioder när exempelvis situationen i Sydeuropa är i fokus är efterfrågan på yenen stor, då den generellt betraktas som en säker hamn. Men på sikt lär investerare ifrågasätta om de senaste årens yenförstärkning är motiverad med tanke på Japans

stora skuldbörda, låga tillväxt samt den extremt låga räntenivån. Historiskt har utvecklingen för yenen varit nära kopplad till räntedifferensen mellan Japan och omvärlden. När omvärldens räntor har stigit i förhållande till de japanska har yenen försvagats och vice versa. Som vi har beskrivit i temaartikeln "Jakten på ränta" (sid 19) lär räntenivåerna överlag röra sig uppåt. Japan har dock fört en nollräntepolitik i drygt 15 år och inget talar för någon förändring av penningpolitiken, vilket på sikt lär innebära att räntegapet mot omvärlden vidgas och yenen därmed försvagas.

Yuanen har stött på patrull

Under drygt ett år har kinesiska myndigheter gradvis skruvat upp värdet på yuanen mot dollarn, men utvecklingen hittills i år talar för att uppskrivningstakten avstannat. Valutaparet har rört sig kring 6,30 och det finns motiv till att Kina nu väljer att ta en paus. Det senaste halvårets konjunkturstatistik från Kina talar för en inbromsning i ekonomin. Exporttillväxten har växlat ned till följd av avmattning i den globala efterfrågan, och även hemmamarknaden växer lite långsammare än tidigare. Vidare har inflationstrycket minskat betydligt, vilket också talar emot en fortsatt uppskrivning i nuläget.

Trots att representanter från kinesiska myndigheter har uttalat sig om att yuanen är nära en jämviktskurs mot dollarn, finns det såväl globala som inhemska skäl för att yuanen skall fortsätta stärkas på sikt. För världsekonomin handlar det om att minska de globala obalanserna i handeln, och för Kina om att minska exportberoendet och i stället stimulera den inhemska ekonomin (ett tydligt mål i den senaste 5-årsplanen). Vi räknar med att uppskrivningen fortsätter, men att det sker i långsammare takt än tidigare. Vår prognos är att USD/CNY står i 6,15 i december 2012 (USD/CNY handlas idag kring 6,35).



YENENS ATTRAKTIVITET LÄR FALNA

Sedan 2007 har yenen varit efterfrågad och stärkts med hela 40-45 procent. På sikt finns det dock ett antal faktorer som talar för att denna trend lär brytas och vi får se en svagare yen igen.