



Investment Outlook

September 2012

PRIVATE BANKING - INVESTMENT STRATEGY

Kapitalmarknaden -
från ett paradigm till nästa

S|E|B



Innehållsförteckning

Inledning	5
Sammanfattning	6
Makrosammanfattning	8
Portföljkommentar Moderna Investeringsprogram	10
Tema: Kapitalmarknaden - från ett paradigm till nästa	14
Tema: Diger politikagenda med stor marknadsmakt	17
Tema: Obligationsmarknaden - komplex och intressant	21

TILLGÅNGSSLAGEN

Nordiska aktier	26
Globala aktier	28
Räntor	30
Hedgefonder	32
Fastigheter	34
Private Equity	36
Råvaror	38
Valutor	40

Denna rapport publicerades den 11 september 2012.

Rapportens innehåll baseras på information och analys tillgänglig före den 4 september 2012.

Hans Peterson

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

Johan Hagbarth

Investment Strategist
+ 46 8 763 69 58
johan.hagbarth@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 Luxemburg
+ 352 26 23 62 37
victor.deoliveira@sebprivatebanking.com

Reine Kase

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

Lars Granqvist

Fixed income Strategist
+ 46 8 763 69 38
lars.granqvist@seb.se

Daniel Gecer

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

Johan Larsson

Equity Strategist
+ 46 8 763 69 38
johan.larsson@enskilda.se

Carl-Filip Strömbäck

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

Esbjörn Lundevall

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



Politisk oro skymmer fundamentala möjligheter

Det är sällan allt känns bra samtidigt. Det är ett påstående som det är klokt att då och då reflektera över, framför allt om man är aktör på kapitalmarknaden.

Känslan av vilka problemen är och hur de påverkar priser på värdepapper är central när man placerar kapital. Nyhetsflöde kan ofta påverka riskviljan och perception av potential i olika segment av marknaden. Under det gångna året har vi sett perioder med hög avkastning på många av världens aktiemarknader och den långa trenden ser relativt bra ut, men den nuvarande uppfattningen om tillståndet i världen präglas av oro och frågetecken. Vad är rätt? Priset på ett värdepapper är en summa av aktörernas löpande röstning och på det sättet den enda sanningen, efterfrågan styr utvecklingen. Utmaningen är att se genom mediabruset och sortera ut den fundamentala utvecklingen. Det är viktigt att fokusera på vad som är långsiktigt hållbara värden snarare än att försöka fånga de korta trenderna. Är man långsiktig och uthållig är det enklare att bygga en portfölj som genererar stabil avkastning. Kampen mellan strategi och taktik kommer dock för evigt att pågå i marknaden. Året har hittills varit extremt taktiskt betingat, med snabba kast där det politiska klimatet i stor utsträckning har påverkat investerares riskvilja.

Mycket tyder nu på att en ny fas kan ta vid. Lite mindre akut situation i Europa, lite mer samstämmighet mellan politiker som ger ökat förtroende, större transparens och framtidstro. Om förutsägbarheten blir större kommer det också stödja ett stabilt marknadsklimat. En klassisk grund för en konjunkturuppgång är en bättre situation i USA, med bas i privatkonsumtion och fastighetsmarknad, och där ser vi tecken på ljusning.

Marknadsaktörer som varit envist defensiva kan motvilligt börja krypa allt mer över till risktagande (läs; aktiemarknaden). Detta då alternativet består av låga räntor och krympande riskpremier. Det är centralbankernas klassiska metod, och de håller på tills de får önskad effekt.

Det är politikernas tid. Problem som delvis har orsakats av generös politik, måste och kan bara hanteras av politiker. Förtroendet för beslutsprocesser är avgörande för hur företag och konsumenter agerar, och det ser för närvarande något bättre ut i Europa. I USA väntas det på val och har vi tur kan det se bättre ut på andra sidan av Atlanten efter valet. Problemen finns dock där, statsskulden ökar snabbt och måste hanteras. Förhoppningsvis får vi ett Washington som förmår göra det. I vårt tema "Diger politikagenda med stor marknadsmakt" belyser vi risker och möjligheter, tidsplanerna och aktörerna.

Obligationsmarknaden har kommit allt mer i fokus de senaste åren. Det har varit mycket bra avkastning på företagsobligationer och antalet emittenter ökar snabbt. Obligationsmarknaden har många fallgropar, inte minst i relation till de förväntningar som ovana obligationsplacerare kan tänkas ha. Många placerare ger sig in i obligationsmarknaden för första gången och begrepp som kreditrisk, likviditetsrisk och inte minst ränterisk är risker man bör ha en uppfattning om när man bygger upp en portfölj av obligationer. Vi behandlar och förklarar dem alla i vårt tema "Obligationsmarknaden - komplex och intressant".

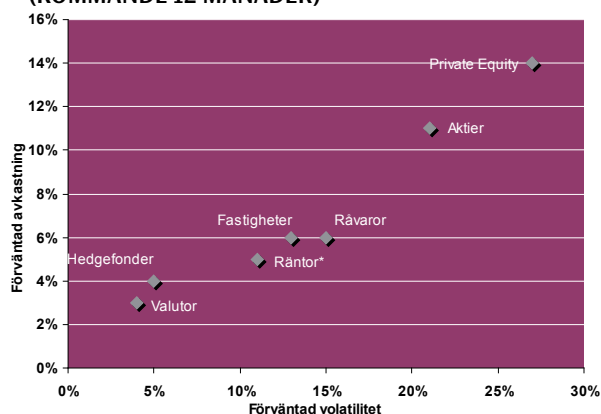
Det är lätt att bli defensiv i dagsläget när media rapporterar mycket och ingående från problemen i Europa och politikens USA. Men trots svaga ekonomiska data ser vi en återhämtning i delar av världen under nästa år, och en risk blir därför att världen sakta läker medan media och medias konsumenter är upptagna med att vara problemfokuserade. Den globala ekonomin är i slutändan en summa av konsumtion och viljan hos människan att få det bättre. För företagen gäller att investera, effektivisera produktionen och öka försäljningen, och allt är naturliga fundamentala drivkrafter i en fungerande ekonomi. Det kommer att gälla nu också, och i dessa drivkrafter ligger tillväxten. Frågan är hur långt marknaden hunnit smyga iväg när fokus skiftar från problem till möjligheter?

HANS PETERSON
CIO Private Banking
and Global Head of Investment Strategy

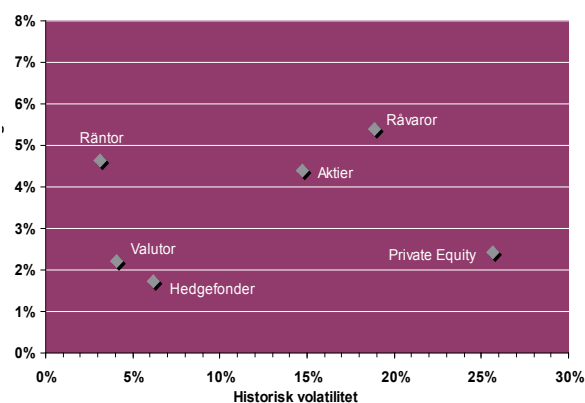
Förväntningar* kommande 12 månader			*Prognoser är hämtade ur SEB House view och bygger på SEB:s makrosenario (se sidan 8)
	avkastning	risk	Kommentar
Aktier ¹⁾	11%	21%	Kortsiktigt NEUTRALA - Konjunkturbilden har ljusnat något på sistone och recessionsrisken har reviderats ned. Den absolut största drivkraften nu är förväntningar och förhoppningar om att världens centralbanker ska ge skjuts åt världsekonomin genom att expandera sina balansräkningar. Långsiktigt POSITIVA - Att vara selektiv och ha fokus på god riskhantering är en uppmaning till investerare som vill ta del av de möjligheter som aktiermarknaderna globalt trots allt erbjuder. Bättre potential i EM och delar av Europa än i USA som befinner sig på fyraårshögsta.
Räntor ²⁾	5%	11%	Fortsatt NEGATIVA till statsobligationer i OECD. Givet låg inflation och att centralbanker vidtar ytterligare okonventionella åtgärder väntas statsobligationsräntor trots allt att stiga på sikt= fallande statsobligationskurser. POSITIVA till statsobligationer inom Emerging Markets där ett avtagande inflationstryck skapar utrymme för sjunkande obligationsräntor = stigande kurser. POSITIVA till företagsobligationer inom High Yield . Där kvarstår argumenten som god företagshälsa och fortsatt attraktiva räntegap mot statsobligationer. Utsikterna för ökad riskaptit senare i höst gynnar tillgångsslaget. NEUTRALA till Investment Grade.
Hedgefonder	4%	5%	NEUTRALA - Politiska inspel styr i allt större utsträckning marknaderna vilket gör det svårt för förvaltare som fokuserar på bolagens fundamentala värde. Bäst förutsättningar finns inom Relative Value och Macro som kan spela på de globala spänningarna mellan och inom tillgångsslagen.
Fastigheter ³⁾	6%	13%	NEUTRALA / POSITIVA - Kvalitet inom primärmarknader fortsatt attraktivt i en lågräntemiljö. Skillnader i avkastningsnivåer mellan primär- och sekundärmarknader har succesivt ökat och i viss mån skapat intressanta investeringsmöjligheter längre ut på riskskalan. REIT-marknaden registrerar ökad efterfrågan och uppvisar en mycket stark utveckling under 2012.
Private Equity	14%	27%	NEUTRALA / POSITIVA Fortsatt frikoppling från finansaktier är till fördel för noterade versioner av tillgångsslaget vars underliggande substansvärden har stigit kraftigt senaste tiden. Utvecklingen drivs av starka portföljutsikter och en för mid cap bolag minskad känslighet för en mer restriktiv kreditmarknad. Åtgärder mot de höga substansrabatterna ökar tillgångsslagets transparens och attraktivitet på sikt. Eventuellt volatil höst, men goda utvecklings- och diversifieringsmöjligheter på sikt.
Råvaror ⁴⁾	6%	15%	NEUTRALA - Efter en volatil utveckling för oljepriset bedömer vi att priset kommer att ligga kring nuvarande nivå resten året och säsongsmässigt backa marginellt under första halvåret 2013. Uppsiderisk om de geopolitiska oroligheterna ökar. POSITIVA till långsiktig exponering mot basmetaller då priserna nu är nedpressade. Bäst risk/reward i aluminium och nickel då dessa i dagsläget handlas klart under produktionskostnaderna. Underinvesteringar under många år gör att vi ser positivt på platinapriset framöver. För guld ser vi en uppsiderisk under hösten och en relativt neutral utveckling på ett års sikt. Vi bedömer att det mesta av rallyt för jordbruksråvaror är över och vi är NEGATIVA och räknar med kraftigt fallande priser på ett års sikt.
Valutor ⁵⁾	3%	4%	NEUTRALA till USD och EUR. Låg tillväxt och bantning av underskott gör tydliga avtryck på valutamarknaden. Sjösätts QE3 riskerar USD att försvagas ytterligare och inleder ECB statsobligationsköp bör EUR tillfälligt stärkas. NEUTRAL / POSITIVA till EM-valutor. Högre räntor än i OECD och bättre tillväxtutsikter talar för försiktigt stigande kurser för EM-valutor.

¹⁾ Prognos avser den globala aktiemarknaden. ²⁾ Prognos avser en korg med 1/2 Investment Grade och 1/2 High Yield. ³⁾ Prognos avser REIT-marknaden. ⁴⁾ Prognos avser en likaviktad korg av råvaruklasserna Energi, Industrimetaller, Ädelmetaller. ⁵⁾ Prognosen avser valutaförvaltares kapacitet att skapa alfa.

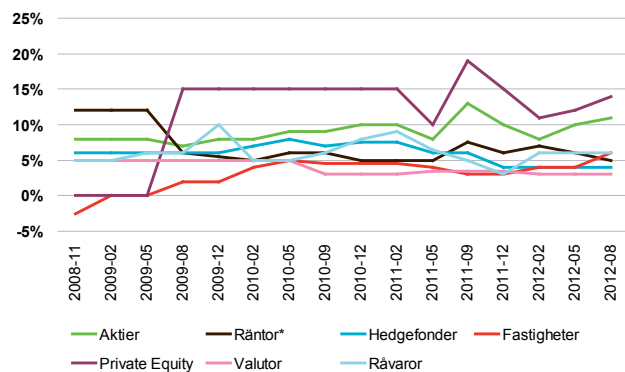
VÅR FÖRVÄNTADE AVKASTNING OCH RISK (KOMMANDE 12 MÅNADER)



HISTORISK AVKASTNING OCH RISK (2002-09-30 TILL 2012-08-31)



FÖRÄNDRINGAR I VÅR FÖRVÄNTADE AVKASTNING

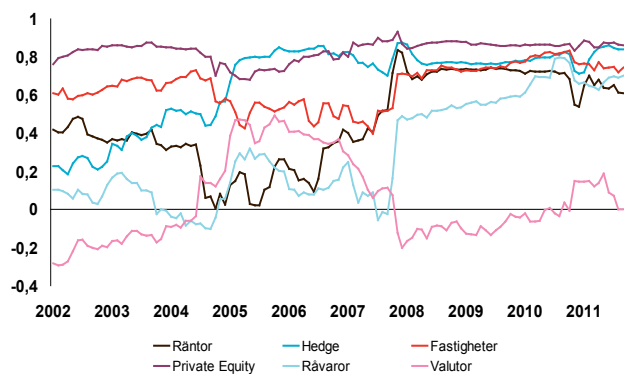


HISTORISK KORRELATION (2002-09-30 TILL 2012-08-31)

	Aktier	Räntor	Hedge	Fastigheter	Private Equity	Råvaror	Valutor
Equities	1,00						
Fixed income	-0,44	1,00					
Hedge	0,61	-0,30	1,00				
Fastigheter	0,80	-0,20	0,56	1,00			
Private Equity	0,85	-0,35	0,67	0,88	1,00		
Råvaror	0,27	-0,18	0,67	0,29	0,39	1,00	
Valutor	-0,11	0,17	0,16	-0,10	-0,02	0,03	1,00

OBS! Vi har i augusti 2012 bytt fastighetsindex från SEB PB Real Estate till EPRA/NA-REIT

RULLANDE 36-MÅNADERS KORRELATIONER MOT MSCI WORLD (EUR)



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 = EPRA/NA-REIT EUR,
 Private Equity = LPX50 EUR,
 Råvaror = DJ UBS Commodities TR USD,
 Valutor = BarclayHedge Currency Trader USD.



Långsam men mindre riskfylld konjunkturreresa

- *Globala ekonomin rullar framåt på låg växel i år och nästa år*
- *Nya politikperspektiv har minskat konjunktur-riskerna i OECD*
- *2014 växlar världsekonomin upp och tillväxten blir mer självbärande*

Den globala ekonomin tappade fart i våras med industrilandsområdet OECD som främsta broms. Farttappet var brett synkroniserat, och även Emerging Markets (EM)-ekonomierna växlade ned. Norden visade dock fortsatt god motståndskraft. Tillväxten i världen som helhet är ännu inte självgående, eftersom pågående minskningar av underskott och skulder hos hushåll, företag och stater gör att ekonomierna behöver centralbanksstöd. Under loppet av 2013 och 2014 blir emellertid den globala tillväxten gradvis högre, och även alltmer självbärande.

Finansmarknaderna surade i våras. Sedan slutet av det första halvåret har dock humöret förbättrats tack vare fler penningpolitiska lättnader och framsteg i hanterandet av Europas statsskuldskris. Svåra ekonomisk-politiska vägval - främst europeiska - avgör utvecklingen på lite längre sikt. De steg som nu tas bidrar troligen till stabilisering på medellång sikt, även om situationen alltjämt är bräcklig och frågetecknen stora. De jämfört med i våras ljusare utsikterna för den ekonomiska politiken gör att vi nu bedömer att riskerna för konjunkturen inte längre dominerar, utan riskbilden har blivit symmetrisk.

Amerikanska ekonomin växlar upp 2014

Faran för en ny recession i USA har minskat. Bostadsbyggandet och andra cykliska sektorer är på väg upp efter en svag utveckling under våren, samtidigt som makrostatistiken på bredare front blivit bättre och i många fall överträffat förväntningarna. Kombinationen skuldavveckling, låg omvärldsefterfrågan, svag arbetsmarknad och finanspolitisk åtstramning hämmar dock tillväxten i år och 2013. BNP spås växa drygt 2 procent såväl i år som nästa år, och sedan växla upp till drygt 2,5 procent 2014. En beskedlig tillväxt ihop med stillsam inflation ger Federal Reserve anledning och svängrum att sjösätta ytterligare stimulansåtgärder, och vår prognos är att QE3 (nya obligationsköp) beslutas under det andra halvåret 2012.

Eurolands problem kräver nya politiska grepp

Det andra kvartalet minskade Eurolands BNP, och ledande indikatorer tyder på ett fall också innevarande kvartal. Även den tidigare ganska höga tyska tillväxten tycks vara på väg att bromsa in. BNP i Euroland bedöms krympa nästan 0,5 procent 2012, stiga marginella 0,2 procent nästa år, och växa knappt 1 procent 2014. Situationen i Grekland har stabiliserats något. En krympande ekonomi i kombination med låg skattemoral och bristfällig indrivning av skatter motverkar dock åtstramningseffekterna. I Spanien fortsätter regeringen att verkställa sin krispolitik, men är pressad av politiska protester, en arbetslöshet kring 25 procent och fortsatt fallande bostadspriser. Den ekonomiska krisen ställer krav på nya grepp. Och trots motstånd från tyska Bundesbank förefaller Europeiska Centralbanken vara beredd att axla ett större ansvar för att stabilisera euron och hjälpa krisländerna via statsobligationsköp. Troligen sänks också styrrentan ytterligare från dagens 0,75 procent.

Åtstramad brittisk ekonomi har tappat mark

Storbritanniens BNP har fallit tre kvartal i rad, och ekonomin tappat mark mot andra länder. En förklaring är att de brittiska budgetåtstramningarna är större jämfört med exempelvis Tysklands och USA:s. BNP i Storbritannien prognostiseras falla knappt 0,5 procent i år, för att sedan växa knappt 1,5 respektive drygt 1,5 procent 2013 och 2014. Svag konjunktur och avtagande inflation öppnar för att Bank of England i höst höjer taket för sina obligationsköp från nuvarande 375 miljarder GBP. Styrrentan - nu 0,5 procent - torde dock inte sänkas mer.

Norden visar alltjämt motståndskraft

De exportberoende ekonomierna i Norden pressas av seg global konjunktur, men ganska stabila arbetsmarknader gynnar inhemsk efterfrågan. Trots stöd av svag euro (danska kronan är knuten till euron inom ERM 2) är tillväxten lägst i Finland och Danmark. Svensk ekonomi rullar på bättre, men bromsas nästa år av kronans styrka. Norge är avvikaren; ett högt oljepris och stark inhemsk efterfrågan kompenserar med råge för svaga utlandsmarknader och stark norsk krona. Nordens BNP växer drygt 1,5 procent i år, och omkring 2 nästa år och 2104.

Återuppbyggnadsarbetet stimulerar Japans ekonomi

Återuppbyggnadsarbetet efter fjolårets naturkatastrof och stimulanser till hushållen gav en stor japansk BNP-ökning inledningsvis i år, och 2012 som helhet ser ut att bli ett bra

ekonomiskt år med en tillväxt på drygt 2,5 procent. Ganska låg asiatisk efterfrågan och ett omslag från expansiv till åtstramande finanspolitik - statsskulden når ändå nästan 250 procent av BNP 2014 - bidrar sedan till att BNP-tillväxten saktar in till 1,5 procent 2013 och 2014. Stramare finanspolitik motverkas delvis av fler penningpolitiska lättnader, då Bank of Japan senare i år väntas utöka sitt kvantitativa stimulansprogram (tillgångsköp).

Asiens EM-ekonomier ger världsekonomin stöd

EM-ekonomierna i Asien hämmas nu av svag omvärldsefterfrågan och tidigare åtstramningar i den ekonomiska politiken. Bedömningen är ändå att en stark inhemsk efterfrågan, driven av omslaget till stimulerande ekonomisk politik samt låg skuldsättning och god löneutveckling hos hushållen, gör att tillväxten i EM-Asien hålls uppe ganska väl de närmaste åren. Det ger välbehövligt stöd till resten av världsekonomin.

Kinas tillväxt dämpades visserligen till drygt 7,5 procent det andra kvartalet - takten sjönk därmed för sjätte kvartalet i rad - men sommarens makrostatistik tyder på att konjunkturen är på väg att stabiliseras. BNP spås öka cirka 8 procent per år 2012-2014. Avtagande tillväxt och inflation har fått centralbanken PBoC att sedan i maj sänka styrräntan från 6,56 till 6,00 procent. Vår bedömning är att räntan sänks ytterligare ett par gånger i år, och att kassakraven på bankerna trappas ned mer.

Även Indiens ekonomi har bromsat in - mer markerat än Kinas - på grund av främst en försvagad investeringskonjunktur. Ett stort budgetunderskott ihop med envist hög inflation innebär samtidigt ett mycket begränsat utrymme för att stimulera ekonomin på kort sikt. Ytterligare ett par räntesänkningar i höst ligger ändå i våra prognoskort. Indiens BNP bedöms växa omkring 6 procent både i år och 2013 och 6,5 procent 2014.

Begränsat farttapp i Latinamerika

Latinamerikas ekonomi har också mist växtkraft, men farttappet har i flertalet länder varit begränsat. Högre inhemsk efterfrågan framöver gynnar tillväxten på många håll. BNP:s ökning i regionen dämpas visserligen till cirka 3,5 procent i år, men väntas skjuta bättre fart för att nå omkring 4 procent nästa år

och ännu lite mer 2014. Skillnaderna länder emellan är dock stora. Brasilien präglas av svag tillverkningsindustri i spåren av stigande lönekostnader och dyr valuta, Mexikos tillväxt hålls uppe av god export till USA, stark inhemsk efterfrågan ger stöd i Chile och Peru, medan lägre priser på vissa råvaror riskerar att främst drabba Argentina och Venezuela.

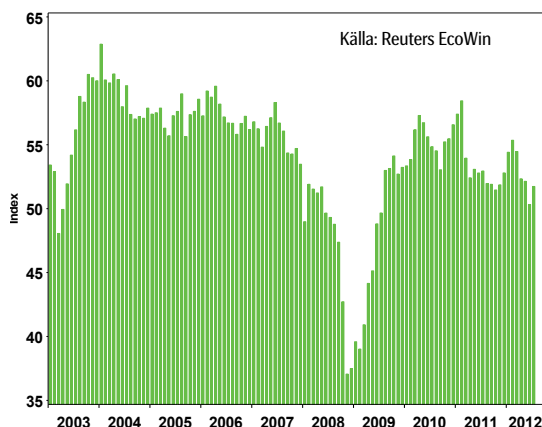
Varierande utsikter för Östeuropas ekonomier

De östeuropeiska konjunkturindikatorerna har stabiliserats i sommar efter tidigare relativt skarpa fall. Tillväxten - som dämpas i år - repar sig endast något under 2013, då svag efterfrågan och ett pressat banksystem i Västeuropa utgör bromsklossar. Samtidigt består den allt tydligare polariseringen i Östeuropa. Ryssland och Polen står emot eurokrisen väl, medan delar av centrala och främst södra Östeuropa drabbas förhållandevis hårt. Ungern, Tjeckien, Kroatien och Slovenien har recession i år, och marginell tillväxt 2013. Bulgarien, Rumänien, Slovakien och Ukraina noterar endast mycket små BNP-ökningar.

Efter det senaste årets inbromsning för exporten repar sig tillväxten i Baltikum successivt under 2013-2014. Gradvis allt snabbare växande inhemsk efterfrågan utgör stötdämpare när exportmotorn hackar även 2013. Alla baltiska länder brottas dock med betydande strukturella arbetsmarknadsproblem, orsakade av de senaste årens nya emigrationsvåg och ogynnsam demografi. BNP i regionen bedöms växa drygt 3 procent i år, närmare 4 procent 2013 och 4,0-4,5 procent 2014. Lettland väntas kvalificera sig för ett planerat EMU-inträde 2014. Även Litauen siktar på anslutning till EMU 2014, men ligger sämre till när det gäller kriterieuppfyllan. Landets anslutning torde därför dröja till 2015.

Världsekonomiska kristallkulan visar mindre risker

Sammantaget bedöms världsekonomin öka knappt 3,5 procent i år, för att höja tempot något 2013. Först 2014 spås tillväxten hamna över 4 procent. Våra prognoskort visar alltså betydligt högre fart framåt i EM-sfären med BNP-ökningar på 5-6 procent per år 2012-2014 mot OECD:s cirka 1,5-2 procent. Jämfört med i våras har nu nedsideriskerna för konjunkturen i OECD minskat, tack vare främst mer gynnsamma perspektiv för den ekonomiska politiken.



POSITIVARE TENDENS FÖR VÄRLDSTILLVÄXTEN 2013-2014

Sedan slutet av 2010 har världskonjunkturen enligt JPMorgan/Markits totala globala inköpschefsindex (diagram) varit påtagligt svängig med en vikande tendens. Våra prognoser visar att konjunkturen i världen gradvis stärks under de närmaste åren, men svängigheten torde bestå.



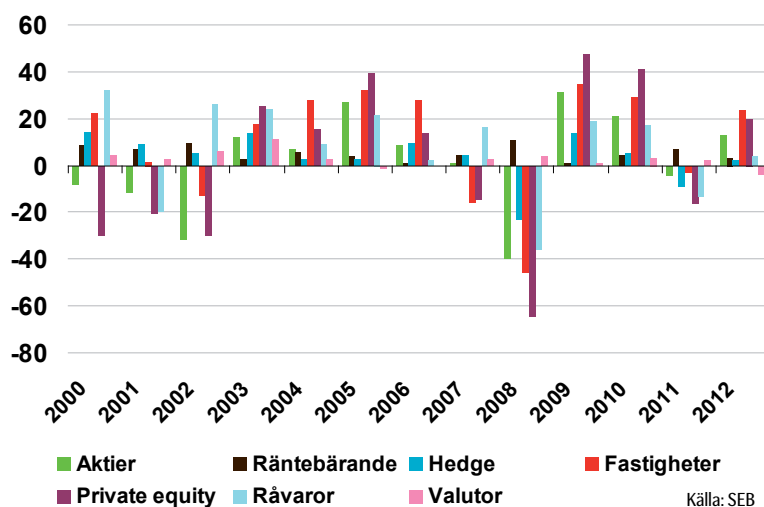
Sund riskhållning framför avkastningsgirighet

Riskspridning är nyckeln till stabila portföljer, men att bara sprida risk över tillgångsslag är inte hela lösningen. En naiv kombination av till exempel kinesiska aktier och industrimetaller kan ge en överdriven exponering mot den kinesiska konjunkturen som tenderar att driva avkastningen i båda tillgångsslagen. Investeringar i ryska aktiefonder kan resultera i en för stor känslighet mot oljepriset om portföljen redan innehåller råvarufonder. I portföljkonstruktionen är det därför viktigt att hitta rätt balans mellan tillgångsslagen för att få önskad exponering mot de underliggande drivkrafterna.

I Moderna Investeringsprogrammen fokuserar vi dock inte bara på tillgångsslagens underliggande drivkrafter utan även på förvaltarrisk. Med rätt kombination av förvaltare kan vi uppnå en portföljprofil som har potential att utvecklas bättre än index, men fel kombination eller överdriven förvaltar-spridning kan i slutändan betyda att totalexponeringen blir alltför nära index.

För varje portfölj söker vi således rätt balans mellan tillgångsslag, drivkrafter, förvaltare och investeringsteman. Fokus för Modern Protection ligger på att balansera ränte- och kreditrisk, medan Modern Growth och Modern Aggressive söker exponering mot den underliggande globala konjunkturåterhämtningen i olika former. Portföljerna är generellt defensiva i nuläget, men i rådande miljö anser vi det befogat att fokusera mer på sund riskhållning än att försöka jaga de sista procenten i avkastning.

DE OLIKA TILLGÅNGSSLAGENS UTVECKLING SEDAN 2000



Avkastningen för 2012 är fram till 31 augusti. 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.

MODERN PROTECTION

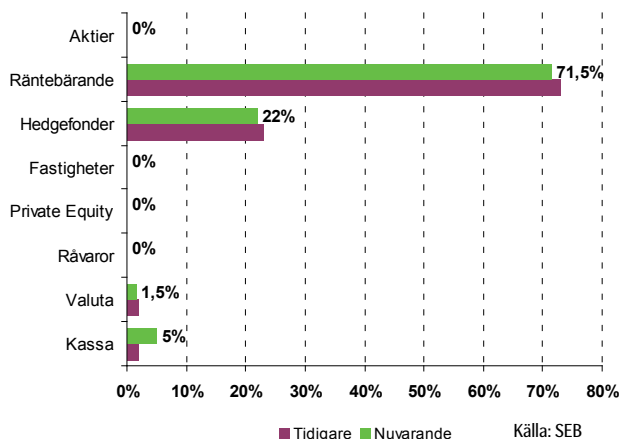
Den 2-åriga räntan på tyska statsobligationer är i skrivande stund på negativt territorium, vilket innebär att investerare är villiga att betala tyska staten för att deponera deras pengar. I dagens lågräntemiljö är nyckeln därför att investera i sunda företagskrediter för att hålla sig i par med inflationen.

Men att köpa företagsobligationer allena är inte bästa lösningen. Även om företagen har sunda finanser tenderar räntedifferensen mellan företagskrediter och statsobligationer (kreditspread) att fluktuera med makroekonomiska nyheter/statistik, riskvilja samt likviditet. Stiger statsräntorna tappar obligationer på kortare sikt i värde. För att få en stabil avkastning måste vi således hålla nere ränterisken och samtidigt neutralisera de större svängningarna i kreditspreaden.

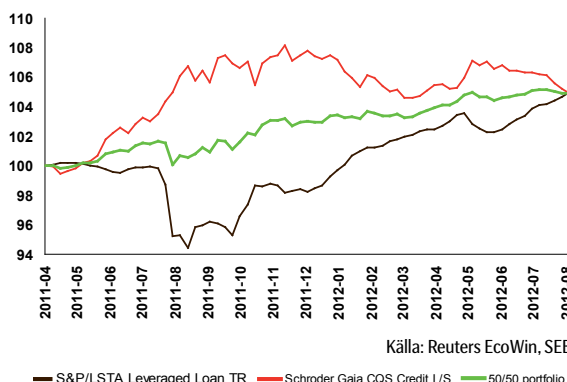
Ränterisken adresserar vi genom att investera i företagsobligationsfonder med låg räntekänslighet. Inom Investment Grade-segmentet tar vi ut positionen genom BlueBay Investment Grade Libor Fund, som neutraliserar ränterisken genom kreditderivat. Det innebär att fondens förväntade internränta också blir lägre, men avkastnings- och riskprofilen passar bättre in i Modern Protections förvaltningsmandat. Inom High Yield-segmentet är majoriteten av våra investeringar i JPMorgan Highbridge Leveraged Loans. Fonden investerar i företagslån med låg kreditvärdighet, men räntan på dessa är kopplade till 3- eller 6-månaders Liborränta vilket gör att räntekänsligheten i princip är obefintlig.

Kreditrisken hanterar vi, förutom att aktivt öka eller minska allokeringen till företagskrediter generellt, genom Credit Long/Short där förvaltaren tenderar att vara kort kreditmarknaden. Detta mandat har haft en svag utveckling i takt med att kreditspreadarna krympt kraftigt de senaste månaderna, men har å andra sidan levererat en stark avkastning under perioder med stigande kreditspreadar. Under perioder med små rörelser har mandatet utvecklats modest, men positivt. Kombinationen av Credit L/S-förvaltaren och Leveraged Loans ger en stabil avkastningstrend.

VIKTER MODERN PROTECTION



KOMBINATION GER STABIL AVKASTNINGSTREND



Förvaltarna av Credit Long / Short tenderar att hålla korta positioner i marknaden. Volatila kreditspreadar har bidragit till en ryckig utveckling men kombinationen av Credit Long / Short-förvaltaren och Leverage Loans ger en stabil avkastningstrend.

En stor del av portföljen (cirka en tredjedel) är i räntefonder med fria investeringsmandat, eller Absolute Return, som kan skapa avkastning oavsett ränterörelser. Avkastningen är dock mycket beroende av förvaltaren. Vi kombinerar fyra olika förvaltare som alla har olika stilar och tidshorisont – Pimco Unconstrained Bond är till exempel mer snabbfotad i sina allokeringar, medan JPMorgan Income Opportunity tenderar att fokusera på mer långsiktiga trender och felpriussättningar.

Kreditspreadarna har krympt kraftigt de senaste månaderna vilket varit gynnsamt för portföljen, men vi ser nu något större risker för ökande kreditspreadar. Vi har därför ökat allokeringen till Credit Long/Short något under augusti. Sammantaget är portföljen välbalanserad med låg ränterisk och modest kreditrisk, och bör kunna skapa avkastning oavsett ränteriktning.

MODERN GROWTH

Modern Growth har som mål att ge en avkastning i nivå med aktiemarknaden över en konjunkturcykel, men till lägre risk än aktiemarknaden. Historiskt har aktier enligt Dimson, Marsh and Staunton, Credit Suisse Global Investment Returns Sourcebook 2012 globalt avkastat omkring 7 procent per år (justerat för inflation), vilket därmed blir vårt avkastningsmål i Modern Growth. Konjunkturutsikterna är dock alltså skakiga, och även om risken för en global recession enligt SEB har minskat från 25 till 20 procent är det befogat med en försiktig inställning till aktierisk generellt, vilket återspeglas i portföljen.

Med de osäkra konjunkturutsikterna och rekordlåga statsräntor har temat de senaste åren varit att hitta stabila avkastningsströmmar såsom ränteuttag och utdelningar. Riskskalan går från företagsobligationer med hög kreditvärdighet (Investment Grade), via dito med låg kreditvärdighet (High Yield), konvertibler och till sist aktier med hög direktavkastning. Investment Grade-obligationer ger idag cirka 2 procent i euro medan High Yield erbjuder en löpande ränta på cirka 7 procent. Även Emerging Markets-obligationer ger en ränta på cirka 6 procent, med potential till valutakursvinst. Aktier med hög utdelning ger en direktavkastning på cirka 4 procent.

I Modern Growth fokuserar vi på temat huvudsakligen genom High Yield-segmentet, vilket uppgår till cirka 30 procent av portföljen. Tillgångsslaget erbjuder en ränta i nivå med vårt övergripande avkastningsmål om 7-8 procent, samtidigt som risken är lägre än för aktier, och är därför en fundamental byggsten i portföljen. Men precis som att det är viktigt att diversifiera mellan tillgångsslag, är det viktigt att sprida risker även i termer av investeringsteman. Inom aktier investerar vi därför i mer tillväxtorienterade förvaltare, dels för att inte bara vara exponerad mot "yield"-temat, dels för att ha bättre potential till värdestegring i mer positiva konjunkturscenarier.

I aktieportföljen (knappa 17 procent), är dryga 11 procentenheter i globala aktier, knappa 5 procentenheter i Emerging Markets och 1 procentenheter i nordiska aktier, och vi sprider

totalportföljens tematiska risk genom att investera i förvaltare som söker aktier med hög tillväxt- och avkastningspotential oavsett direktavkastning. Eftersom marknaden generellt favoriserar defensiva aktier med hög direktavkastning jobbar dessa förvaltare delvis i motvind, men i ett scenario där marknaden blir mindre orolig och skiftar fokus till långsiktig tillväxt bör dessa förvaltare få vind i seglen. På detta sätt balanserar vi portföljens risker och tar samtidigt del av ett eventuellt mer positivt konjunkturscenario.

Även om vi sprider våra risker inom och mellan tillgångsslag ser vi att korrelationen däremellan är tämligen hög ur ett historiskt perspektiv. Som framgår av tabell 1 är framförallt High Yield och råvaror mer korrelerade till aktier än tidigare, vilket gör att effekten av att sprida riskerna mellan dessa tillgångsslag är lägre idag. Cirka 30 procent av portföljen är därför investerad i hedgefonder som ska kunna ge en avkastning oavsett marknadens generella riktningar. Inom tillgångsslaget fokuserar vi framför allt på Credit Long/Short som kompenserar för den kreditexponering vi har genom High Yield samt CTA.

KORRELATION MOT OECD-AKTIER (MSCI WORLD) I EUR

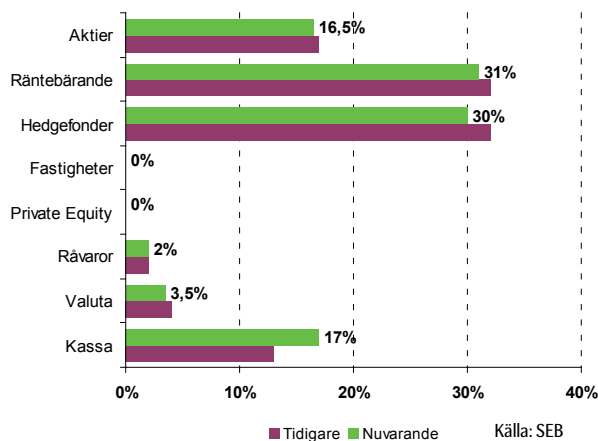
Tillgångsslag	30/6 2012	29/6 2007	Index
Statsobligationer	-0,54	-0,15	JPM Global GBI
EM-aktier	0,75	0,82	MSCI EM
High Yield	0,68	0,34	iBoxx US High Yield
Private Equity	0,89	0,88	LPX50
Råvaror	0,42	-0,07	DJ UBS Commodities TR

Korrelationer räknat på 24 månaders månadsavkastning

Källa: SEB

Portföljen är defensivt positionerad med en kassa på cirka 17 procent, vilket är befogat med tanke på osäkerheten kring den politiska processen i Europa. Den förväntade avkastningen med nuvarande allokering är något lägre än vårt långsiktiga mål om 7-8 procent, men det gör också att vi har torrt krut att disponera när det uppstår bättre köplägen framöver.

VIKTER MODERN GROWTH



MODERN AGGRESSIVE

I likhet med Modern Growth fokuserar vi i Modern Aggressive på temat löpande avkastning/ränta genom mer riskfyllda företagsobligationer. Ränteportföljen uppgår likt för Modern Growth till 30 procent, men i Modern Aggressive lägger vi större vikt vid potential till stigande tillgångspriser varför vi har en större andel Emerging Market Debt (cirka 8,5 procent jämfört med 2,5 procent för Modern Growth) där vi ser stor möjlighet till valutakursvinster utöver de 5-6 procents ränta som EM-obligationerna erbjuder. High Yield-obligationerna uppgår således till cirka 21,5 procent.

Portföljens mål om en avkastning som överträffar aktie-marknadens över en konjunkturcykel gör att mer riskfyllda tillgångsslag som aktier och råvaror får en större roll som avkastningsmotor. Allokeringen till dessa är idag cirka 41,5 procent, och portföljen är därför av naturliga skäl mer känslig för marknadens svängningar på kort sikt och den generella konjunkturutvecklingen på längre sikt.

Aktieportföljen består av 26 procent globala aktier, 9 procent EM-aktier och 3 procent nordiska aktier. Bland globalförvaltarna har JO Hambro haft bäst utveckling hittills i år genom sitt fokus på IT-sektorn och har i skrivande stund avkastat cirka 2 procentenheter bättre än världsindex, medan globalportföljen som helhet har gått sämre än index. Detta har dock kompenseras av våra Emerging Markets-förvaltare. William Blair Emerging Leaders lyser starkast med en utveckling på

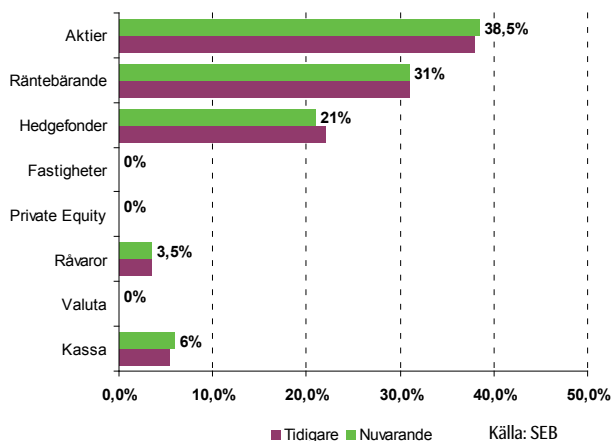
13 procent i år, cirka 6 procentenheter över MSCI Emerging Markets-index. Vårt fokus på Asien och förvaltarval i regionen har också gett resultat – medan MSCI Asia Pacific ex Japan index stigit cirka 11,6 procent har vårt innehav T Rowe Price Asian ex Japan stigit över 14 procent.

Råvaror som tillgångsslag tappade över 14 procent från mars till maj, men har sedan dess återhämtat sig med en uppgång på 14 procent, och våra råvaruförvaltare likaså. Exponeringen är dock på modesta 3,5 procent, och har inte påverkat portföljen i något större utsträckning.

Cirka 20 procent är investerat i hedgefonder med fokus på MultiStrategy (10 procent), CTA (6,5 procent) och Credit Long/Short (3,5 procent). Framför allt CTA har svårt att skapa avkastning i dagens trendlösa marknader, men har stundom under maj och juni neutraliserat nedgångarna från vår aktieexponering.

Vi fokuserar alltjämt på god riskhantering, och våra prognoser vid ett recessionsscenario indikerar att portföljen kan tappa cirka 15 procent, vilket är lägre än risken för aktiemarknaden generellt. Det kommer dels från vår generella riskspridning, dels från att portföljen är defensivt positionerad med en kassa på cirka 8 procent. Den förväntade avkastningen är idag på cirka 7 procent, vilket är något lägre än vårt avkastningsmål, men vi väljer att hellre hålla nere risken än att jaga de sista procenten i avkastning.

VIKTER MODERN AGGRESSIVE





Kapitalmarknader - från ett paradigm till nästa

- *Släpper politiken sitt grepp om marknaderna?*
- *Riskpremier allt lägre i obligationsmarknaden, det brukar tala för aktier*
- *Den nu begränsade riskviljan på väg att öka*

Efter att ha befunnit oss i en period som fram till sommaren präglades av krishantering och den europeiska politiken, kan den finansiella världen nu vara på väg in i en ny fas. Från att ha sett en riskvilja som flyttats upp och ned i takt med händelser som förändrade synen på den globala tillväxten, kan man nu börja tala om en viss stabilitet i synen på Europa.

Frågor om hur det finansiella systemet ska utformas och hur stater ska finansieras framöver låg och ligger fortfarande högt på agendan. Men den något stabilare omgivningen tillsammans med den grundläggande konjunkturutvecklingen gör att det finns skäl att reflektera över skillnaden mellan bra och dåliga risker och hur vi ska positionera oss på kapitalmarknaderna.

Det är viktigt att komma ihåg att problemen i Europa är långt ifrån lösta. Man behöver fortfarande adressera strukturella reformer, statsfinansfrågor och formerna för den löpande finansieringen av budgetunderskotten. Finansieringen skall helst ske nationellt, men i vissa fall sker den på unionsnivå via exempelvis nödlånefonden ESM (European Stability Mechanism).

De steg som faktiskt tagits gör att den totala bilden ändå är bättre, vilket också leder till att vi idag bedömer att riskerna för en riktigt svag konjunkturutveckling är mindre. I våra konjunkturprognoser uttrycks det i att recessionsrisken är sänkt till 20 procent, samtidigt är sannolikheten för att vi får ett bättre scenario än huvudscenariot också 20 procent, en trevlig symmetri. Den intressanta frågan är; hur kommer det att förändra beteendet bland investerare?

För att kunna bedöma det behöver man ta avstamp i frågan om hur marknadens aktörer är positionerade idag? Hur har man prissatt värdepapper på olika risknivåer och hur återspeglas det i värderingen av tillgångar. Generellt kan man närma sig frågan via hur aktörer på kapitalmarknaden tagit risk. Ett sätt att göra det på är att titta på hedgefondernas performance.

I år har vi haft en relativt positiv utveckling i delar av kapitalmarknaden, aktier har i många regioner gett en ganska bra avkastning, en väldigt volatil utvecklingsresa, men ändå positiv. Delar av obligationsmarknaderna har också varit bra, High Yield-obligationer, företagsobligationer med något högre kreditrisk, har stigit närmare 10 procent sedan årsskiftet (mätt med iBoxx i USD). Trots relativt bra marknader har kollektivet av hedgefonder inte gett någon särskilt hög avkastning. Det stora indexet HFRX har gett 2,15 procent i år (mätt i USD) och det delindex som återspeglar aktiemarknadsdrivna hedgefonder HFRX Equity Long/Short ligger på 2,48 procent (i USD).

Slutsatsen som ligger nära tillhands är att de flesta hedgefondförvaltare har ställt sig lite utanför de möjligheter som marknaden har gett, det vill säga haft en defensiv inställning - som återspeglar en låg riskvilja. Fonders in- och utflöden är ett annat sätt att mäta hur den breda placerargruppen ser på risk. En sådan mätning ger den enkla slutsatsen att det mesta kapitalet allokeras till räntefonder.

Informations- och nyhetsbyrån Bloomberg, mäter löpande riskviljan hos placerare. Den har tidigare visat på en kraftig och snabb pendling drivet av nyhetsflödet. Under senaste tiden har den dock tenderat att ligga mer konstant under den nivå som betecknar hög riskvilja.

Slutligen kan man reflektera över hur marknaden har prissatt olika typer av tillgångar. Det är idag ingen tvekan om att konjunkturkänsliga (cykliska) aktier definitivt har prissats lågt och placerare har prioriterat defensiva aktier med hög utdelning.

På obligationsmarknaden har fokuset skiftat mellan olika typer av obligationer, allt från statsobligationer i "riskfria" länder, det vill säga länder utan statsfinansiella problem, som nu periodvis har negativ ränta, till företagsobligationer av olika kreditkvalitet, dit placerare allokert mycket av sitt kapital. Det i sin tur har lett till att räntemarginalerna (kreditspreadarna) mellan företagsobligationer och statsobligationer i många fall har krympt rejält. För företagsobligationer med hög kreditkvalitet, Investment Grade, är marginalen till statsobligationer nu på en så låg nivå att en eventuell ränteuppgång allvarligt försämrar kalkylen för placeraren. Det leder oss in på frågan om vilka risker som kan betecknas som

bra och vilka som är att klassa som dåliga, och vilka placeringsmöjligheter svaret på den frågan sedan skulle ge?

Marknaderna i ett nytt scenario

Man kan fråga sig vad som sker i kapitalmarknaderna om vi går in i en period med mindre oro, lägre global recessionsrisk och en relativt förutsägbart utveckling, men som kännetecknas av låg tillväxt? I de senaste konjunkturprognoserna indikerar vi på SEB en låg, men stabil, tillväxt både i år och 2013, och en tydligare återhämtning 2014, då vi bedömer världstillväxten till 4,1 procent, en relativt bra nivå. Mönstret är detsamma som de senaste åren, låg tillväxt i industriländerna och en betydligt högre nivå i tillväxtländerna (Emerging Markets). Om vi framöver får större förtroende för tillväxten och risken för rena krascher minskar är det rimligt att förvänta sig en något bättre utveckling för tillgångsslag i det högre risksegmentet. Riskviljan är en funktion av förtroendet som i sin tur är en funktion av att känna säkerhet för den framtida utvecklingen, att förutsägbarheten ökar.

Tröskeln till aktiemarknaden inte särskilt hög

Vi konstaterar att en stor del av världens institutionella kapitalförvaltare (hedgefonder etc) uppenbarligen har varit relativt riskvilliga. Performance är generellt svag, men inte negativ, mycket kapital flödar till den expanderande företagsobligationsmarknaden och omsättningen på världens aktiemarknader är rekordlåg. Det senaste året är en period när företagsobligationer har gett bättre avkastning än aktier i stort (se graf nedan). Men om vi går in i en fas som vi beskriver ovan - med minskad oro men fortsatt låg global tillväxt, och med ännu lägre räntor och därmed krympande kreditspreadar - kommer inte obligationer att på samma sätt var en given placering. Bristen på möjlighet till avkastning kommer i sig att flytta kapital till aktiemarknaderna.

Värderingen av aktier visar inte på någon stor efterfrågan, snarare tvärtom. Men enligt resonemanget ovan kan vi mycket väl vara på väg in i en period då investerare är beredda att betala mer för aktier, med stigande värdering som följd. Redan idag ser vi vissa tecken på det i Sverige.

Idag är värderingen gynnsam i termer av direktavkastning, där man kan konstatera att direktavkastningen på många aktier är högre än obligationsräntan, det vill säga man får en premie för aktierisken. Den riskpremien bör försvinna eller åtminstone minska om konjunkturen blir eller uppfattas som stabilare. Även andra värderingsmått är i många fall på rekordlåga nivåer, vilket får oss att göra bedömningen att det mycket väl kan komma ett skifte som får aktievärderingen att lyfta. Vår bedömning är att det väl finns utrymme för en uppvärdering av aktier.

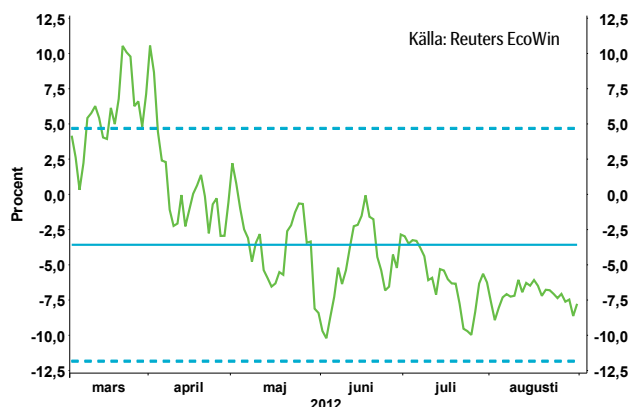
Aktier - sektorrotation kan vara på gång

Inom aktiemarknaderna är en av de mest uppenbara möjligheterna skillnaden i prissättning mellan konjunkturberoende (cykliska) aktier och defensiva. Den senare kategorin har varit i fokus det senaste året och idag är prissättningsskillnaden till de konjunkturkänsligas fördel. Visserligen är det i många fall fortfarande en intressant placering att fånga bolag med höga utdelningar, och de cykliska bolagen är beroende av att konjunkturen stabiliseras, men då det är vår grundprognos ser vi möjligheter till sektorrotation. När det handlar om regioner är det värt att notera att USA det senaste året har haft en av de bästa börsutvecklingarna (S&P 500 nära fyraårshögsta), medan den bästa vinsttillväxten ligger i de asiatiska delarna av Emerging Markets.

Råvaror - potential för metaller, ädla och industriella

Avseende råvarumarknaderna kan man dra en parallell med aktiemarknaderna. Råvaruindex har i och för sig en ganska blek prognos, men utvecklingen mellan råvarugrupperna är väldigt olika. Den stora torkan i USA sköt upp priserna på jordbruksråvaror ordentligt samtidigt som priserna på industriråvaror har fallit kraftigt. I vissa fall ligger de under eller på gränsen till produktionskostnaderna, vilket exempelvis innebär att gruvor stänger. Här finns det en betydande prisuppgångspotential precis som för cykliska aktier.

Inom råvarorna finns det också skäl att reflektera över oljepriset. Det är intressant att notera att oavsett hur svag tillväxten är ligger oljepriset kvar på höga nivåer. Idag kan vi nog uteslu-



HIGH YIELD VANN SENASTE PERIODEN MOT AKTIER

Den relativa utvecklingen mellan aktier och High Yield-obligationer, mätt som 6 månaders rullande medelvärde, har det senaste året sjunkit på grund av att High Yield har avkastat bättre än aktier. Avkastningsrelationen ligger en bra bit under det historiska genomsnittet men vänder troligen om vi går in i en fas med minskad oro, men fortsatt låg global tillväxt med medföljande låga räntor.

ta risken för att spekulativt kapital har lyft priset. Den oljeprisnivå vi har nu ger goda möjligheter för fortsatt utvinning och prospektering, och det är en av de mest intressanta sektorerna på aktiemarknaderna idag.

Obligationsmarknaderna - fortsatt intressant

Vi har delvis gått igenom men befinner oss ännu i en väldigt speciell fas för obligationsmarknaderna. Vi har haft en lång och mycket kraftig räntenedgång vilket höjer värdet på obligationer utgiva på högre nivåer. Dessutom har vi på företagsobligations-

marknaden sett att ränteskillnaden mellan stats- och företagsobligationer krympt kraftigt, vilket bidragit till en extremt god avkastning. Förutsättningar har nu förändrats därför måste man idag ställa om avkastningsförväntningarna på företagsobligationer. Potentialen är lägre än för 12 månader sedan, även om nivåerna fortfarande är bra. Tillgångslaget är dock fortfarande intressant då risken i termer av volatilitet är låg i relation till aktiemarknaden. En reflektion är att företagsobligationer med kort löptid i princip avkastar lika bra som de med längre, det framstår som en intressant möjlighet i dagsläget.

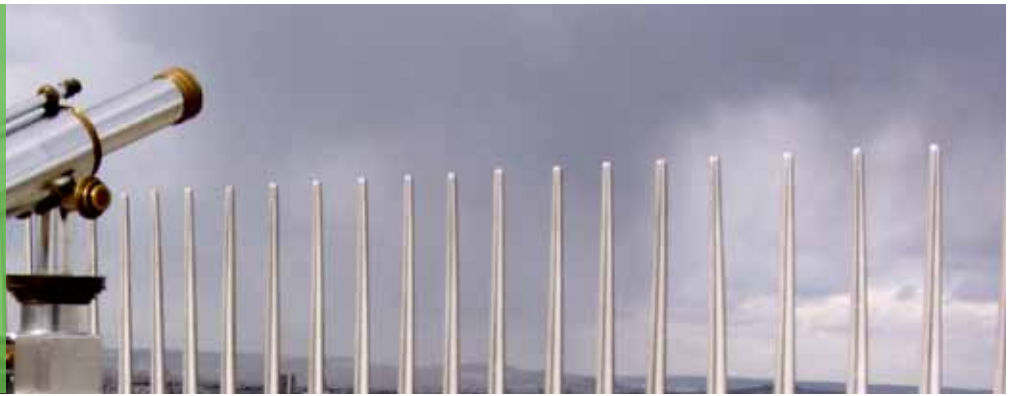
Ur strategisk synvinkel och under förutsättning att vår grundprognos med mer mogna marknader med långsam, men stabil, tillväxt och större transparens blir verklighet finns några specifika teman som vi bedömer intressanta.

Möjligheter som bygger på förändrad konjunkturtrend:

- Cykliska relativt defensiva aktier, de cykliska är bra prissatta och har stor potential.
- Industriråvaror och aktier kopplade till det.
- Sektorer med låg värdering och stabil tillväxt inom globala aktiemarknaden, delar av Emerging Markets (som släpar efter USA), Kina är ett exempel. Det intressanta är att det numer finns betydande skillnader i utveckling mellan regioner, delvis befogat konjunkturrellt, men är också en effekt av låg riskvilja (som vi bedömer kommer att öka).

Möjligheter som baseras på stabil avkastning:

- Byggt på ett stabilt ränte- och konjunkturscenario är företagsobligationer med något lägre kreditvärdighet – High Yield – är fortsatt intressanta. Inte samma potential som för ett år sedan, men fortfarande en bra avkastning till hanterbar risk.
- En idé är att byta mellan grupper av företagsobligationer, "arbitrage" mellan kreditkvalitet och löptider. Tanken är att gå från långa Investment Grade till korta High Yield, man får mycket mindre ränterisk och en högre löpande avkastning.
- Aktier i bolag inom oljeservice, de som supportrar utvinning på olika sätt. Oljepriserna är höga och efterfrågan stabil, samtidigt som värderingen i dessa bolag är attraktiv.
- Aktier i bolag exponerade mot stabil och växande privatkonsumtion globalt är intressanta. Den globala återhämtningen kommer delvis att ske via konsumtionstillväxt.
- Aktier i teknologi- och tillväxtbolag är intressanta då de i många fall har en tillväxt oberoende av konjunkturutvecklingen
- Att göra jämförelser mellan direktavkastning i aktier och företagsobligationer kan i många fall löna sig, eller åtminstone att ställa sig en viktig fråga, vad är bra risk? I vissa fall är utdelningen på stabila bolag väl över räntan på företagsobligationer, om man är långsiktig, vilket man bör vara med obligationer på de här räntenivåerna (hålla dem till förfallodagen), är förutsättningarna i många fall bra för att köpa aktierna istället.



Diger politikagenda med stor marknadsmakt

- *Finanskrisen har aktiverat den finans- och penningpolitiska verktygslådan i stor omfattning*
- *Globala konjunkturen och framtida riskaptit avgörs av skeenden i Euroland*
- *Utsikterna till finans- och penningpolitisk framgång ter sig nu ljusare än tidigare, men riskerna ska inte underskattas*

I somras var det fem år sedan den allvarligaste globala finans- och konjunkturkrisen i modern tid på riktigt bröt ut, och dramatiken har tydligt speglats i finansmarknaderna. Efterskalven i spåren av den bråddjupa krisen har varit många och fått stor marknadspåverkan. Dessa allvarliga finansiella efterskalv har aktiverat den ekonomisk-politiska verktygsarsenalen i inte minst industrilandsområdet OECD, och det har skett i sällan skådad omfattning:

Brandkårsutryckningar med offentliga budgetmedel för att rädda det finansiella systemet har varit helt nödvändiga för att förhindra systemkollapsar och en ännu djupare ekonomisk depression.

Centralbankernas penningpolitik präglad av nollräntor och massiva köp av främst statsobligationer (kvantitativ politik, QE) har i allt väsentligt mottagits mycket positivt i finansmarknaderna.

Den nationella finanspolitiken har getts en påtagligt åtstramande och därmed tillväxthämmande inriktning på grund av behoven att minska de offentliga budgetunderskotten och hejda statsskuldens tillväxt. Marknadsreaktionen på denna politik har varierat. Under 2012 har den kommit att ifrågasättas då en alltför tuff politik riskerar att strypa konjunkturen, och därmed försämra de offentliga finanserna ytterligare. Fokus har nu istället förskjutits i riktning mot en politik som både förbättrar de offentliga finanserna och gagnar länders tillväxt och konkurrenskraft.

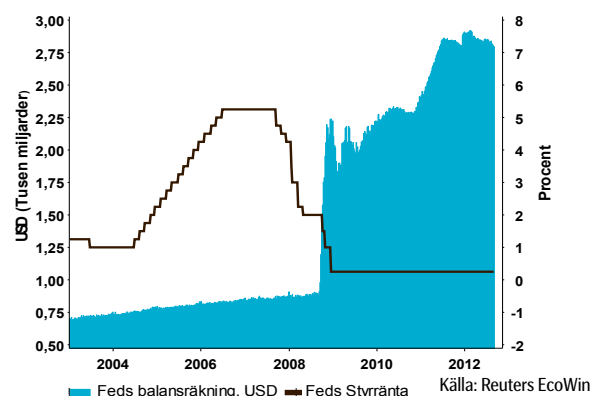
Den överstatliga politiken i EU/Euroland har sedan våren 2010 inriktats på att rädda euron och eurosamarbetet. Fram till i

somras kännetecknades politiken av akutsatser sjösatta "fem i tolv". Men när europeisk politisk handling (exempelvis besluten om den tillfälliga nödlånefonden EFSF, European Financial Stability Facility och den permanenta fonden ESM, European Stability Mechanism), till slut presterats har det gett positiva marknadsreaktioner.

Den ekonomiska politiken på global nivå - för vilken diskussionerna och samarbetet inom G20 och Internationella Valutafonden (IMF) är centrala - har ställt in siktet på att åtgärda de obalanser och excesser som orsakade finans- och konjunkturkrisen, dock utan att nödvändiga åtstramningsåtgärder leder till att tillväxten i världen stryps. Ambitionen är också att stärka det globala finanssystemets motståndskraft.

Vägar, vägval och finansmarknadsreaktioner framöver
Vilka vägar torde då den ekonomiska politiken styra in på framöver? Vilka är de svåraste vägvalen - och hur kommer finansmarknaderna att reagera?

FLER OKONVENTIONELLA GREPP PÅ G



Federal Reserve och andra centralbanker bedöms sjösätta fler kvantitativa stimulanser, medan utrymmet för traditionell räntepolitik är mer eller mindre uttömt.

Penningpolitiken fortsätter att stimulera (även) marknaderna. På grund av låg tillväxt och inflation samt värnandet om den finansiella stabiliteten kommer centralbanker i OECD under lång tid att föra en penningpolitik kännetecknad av styrräntor

nära noll, i något fall löften om historiskt låga styrräntor under lång tid, samt i flera fall ytterligare kvantitativa stimulansåtgärder. Att penningpolitikens konjunktur- och systemstödande inriktning vidmakthålls blir tveklöst en fortsatt mycket positiv kraft för de finansiella marknaderna.

Men viktigast för vad som sker med den globala konjunkturen och marknadernas riskapitet under de närmaste åren blir av allt att döma inriktningen på den politik som förs i Euroland ämnad att hantera den statsfinansiella krisen, samt säkra att eurosamarbetet långsiktigt fungerar bättre, och att euron blir kvar.

Krishanteringspolitiken aktiveras nu på flera plan

Krishanteringspolitiken i unionen utspelas nu på flera plan, och med problemländerna i Sydeuropa i fokus. Det har sedan i våras växt fram en enighet om att det finns en gräns för hur stora budgetskärpningar länderna klarar av, och att dessa kan få mer tid på sig att genomföra de åtstramningar man lovat inom ramen för sin nationella finanspolitik. Exempelvis har Spanien fått ytterligare ett år på sig för att minska sitt budgetunderskott till högst 3 procent av BNP.

Något som utlöst en febril politisk aktivitet med den Europeiska Centralbanken (ECB) och EFSF/ESM i centrum är dels risken för att fler problemländer i Europa (läs; Spanien och Italien) precis som Grekland, Irland och Portugal drabbas av skenande statsräntor och därmed inte kan finansiera sina budgetunderskott i räntemarknaden, dels att akuta finansproblem skulle kunna äventyra eurons fortlevnad i nuvarande form.

Räcker Draghis medicin för att stabilisera krisen?

ECB har tidigare i andrahandsmarknaden köpt statsobligationer i euroländer inom ramen för SMP-programmet (Securities Market Programme). Efter räntemötet i början av augusti meddelade ECB-chefen Mario Draghi - med skarpa reservationer från tyska Bundesbank - att ECB åter kan börja köpa statspapper med kort löptid i andrahandsmarknaden utgivna av ett euroland, givet att landet formellt ansökt om stöd från nödlånefonderna EFSF/ESM. Fonderna skulle då parallellt börja köpa landets statspapper i primärmarknaden (vid emissioner). Ett sådant arrangemang innebär i sin tur att landet tvingas acceptera att underkasta sig den finansiella disciplin som krävs inom EMU, i första hand kraven i den så kallade finanspakten.

Skälet till att ECB endast kan tänka sig att köpa korta statspapper är av allt att döma att ECB då kan hävda att åtgärden ryms inom bankens traditionella penningpolitiska ram, och därmed kan undvika anklagelser om att bryta förbudet mot att med sedelpressen finansiera länders budgetunderskott.

I skrivande stund är inte detaljerna för ECB:s eventuella stödköp av korta statspapper kända, inte heller den tyska författningsdomstolens besked (12 september) om huruvida ESM är förenlig med Tysklands grundlag. Att det blir ett tyskt ja till ESM är troligt. Då skulle ECB och nödlånefonderna ganska omgående kunna inleda sina statspappersköp, givet att Spanien och kanske även Italien ansökt om stöd.

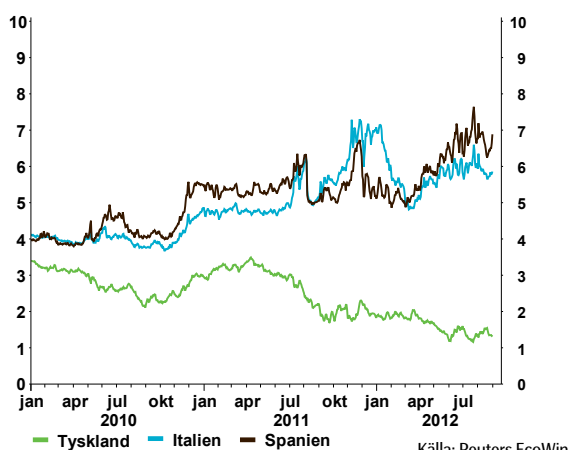
Detta vore onekligen ett väldigt viktigt steg framåt i hanteringen av statsfinansskrisen, något som skulle välkomnas av finansmarknaderna.

Även om ett sådant politiskt framsteg nås kvarstår ändå frågan om detta räcker för att stabilisera den europeiska skuldskrisen i händelse av att några andra stora euroländer också skulle hamna i akuta finansiella svårigheter. Nödlånefonderna EFSF och ESM får totalt låna ut 700 miljarder euro, och redan har närmare 200 miljarder tagits i anspråk för Grekland, Irland och Portugal, och 100 miljarder öronmärkts för Spaniens banker.

En elegant lösning - åtminstone teoretiskt - vore att utrusta ESM med en banklicens, vilken skulle ge fonden möjlighet att låna direkt i ECB parallellt med upplåningen mot egna obligationer i räntemarknaden. Utlåningskapaciteten för ESM skulle då öka till i storleksordningen 2 500 miljarder euro. Problemet är bara att en banklicens för ESM förmodligen strider mot EU:s regler, och att Tyskland är mycket starkt emot ett sådant upplägg. Ett annat tänkbart upplägg som Tyskland - inte minst Bundesbank - också vänder sig emot vore om ECB målsätter tak för skillnaderna mellan problemländers statsobligationsräntor och Tysklands, vilket i princip skulle öppna för obegränsade obligationsköp signerade ECB. Detta skulle dock också innebära ett drastiskt avsteg från ECB:s tidigare restriktivitet när det gäller finansiella tillgångsköp.

Värdefulla och viktiga politiska steg har - hur som helst - tagits under sommaren när det gäller hanterandet av den statsfinansiella krisen, och dessa kan vid ett genomförande möjliggöra en stabilisering av situationen i Euroland på medellång sikt. En stabilisering skulle välkomnas av de finansiella marknaderna, dock kan ett sådant utfall i viss utsträckning redan ha diskonterats.

MÅLET ÄR ATT MINSKA RÄNTEGAPEN



En central målssättning för krishanteringspolitiken i Euroland är att minska ränteskillnaderna på statsobligationer (10-åriga i diagram) mellan problemländerna och Tyskland.

Politiken att säkra unionens överlevnad varvar upp

De långsiktiga frågetecknen kring eurosamarbetet och eurons

framtid är samtidigt alltför stora, och i det tidsperspektivet blir medborgarnas stöd för ett fördjupat ekonomiskt, finansiellt och politiskt samarbete avgörande. Men det politiska förankringsarbetet blir inte av det lätta slaget med tanke på den dåliga kondition som för närvarande präglar både privat- och samhälls-ekonomin i Euroland.

Vid toppmötet den 28-29 juni enades euroländerna om införandet av en bankunion - ett villkor för att EFSF/ESM direkt ska kunna låna ut pengar till ett lands banker utan att gå via statsbudgetar - som bland annat torde innebära skapandet av en gemensam tillsynsmekanism och en insättningsgaranti. Den finansiella bankunionens detaljer ska presenteras av EU-kommissionen den 11 september, och förhoppningen är att planen ska kunna antas vid EU-toppmötet den 13-14 december, och i så fall troligen träda i kraft i januari 2013.

Färdplan för den verkliga unionen

Den finansiella bankunionen är en del av färdplanen för den verkliga ekonomiska och monetära unionen ("Nya EMU") vilken består av ytterligare tre byggklossar; finanspolitiska unionen, ekonomisk-politiska unionen och demokratiunionen. Färdplanen syftar ytterst till att skapa förutsättningar för EMU:s och eurons överlevnad på lång sikt, och skapar onekligen en god grund för de fortsatta politiska diskussionerna.

Arbetet med färdplanen leds av de politiska nyckelpersonerna Van Rompuy, Barroso, Juncker och Draghi. En interimrapport ska vara klar i mitten av oktober, och underlag för beslut föreliggande vid EU-toppmötet den 1 december.

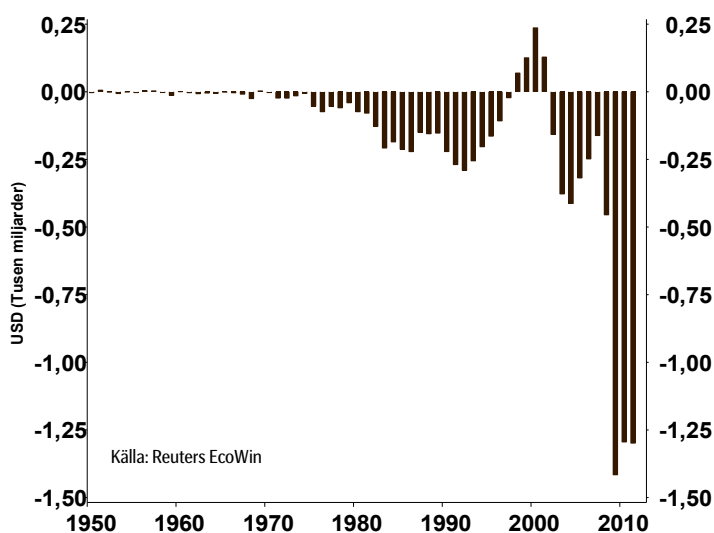
Arbetet med att rita om EMU-kartan ska således ske på högsta växel, vilket sannolikt kommer att bidra till ett högt politiskt tonläge och många kontroverser inför öppen ridå under hösten - något som knappast går finansmarknaderna förbi.

Fiscal Cliff i Washington

Även på den andra sidan av Atlanten stundar ett potentiellt politiskt drama med stor makt att skaka om finansmarknaderna. Vid årsskiftet står nämligen USA inför ett statsfinansiellt stup. Ett kliv över klippkanten skulle innebära en åtstramning av finanspolitiken på cirka 600 miljarder dollar, motsvarande omkring 4 procent av BNP. Skälet är att om politikerna i Washington inte lyckas enas om en budget före den 31 december stryps stora försvarsanslag, Bush-administrationens tillfälliga skattesänkningar liksom president Obamas tillfälliga löneskattesänkning upphör, och betydande automatiska utgiftsnedskärningar träder ikraft på en mängd områden. En sådan finanspolitisk kalldusch skulle med största sannolikhet störa USA ned i en recession i början av 2013 (eftersom den åtstramande effekten då skulle bli som störst).

Aktiva beslut och eftergifter krävs för att undgå stupet. För att förhindra detta och mildra åtstramningen måste den amerikanska kongressen ta aktiva beslut, och såväl demokrater som republikaner göra eftergifter. Det är också rimligen vad som kommer att ske, även om det politiska läget är mycket osäkert och ett avancerat förhandlingsspel stundar. Vårt grundtips är att merparten av de tillfälliga skattesänkningarna förlängs, och att vissa automatiska nedskärningar accepteras. Det skulle innebära att den finanspolitiska åtstramningen begränsas till drygt 1 procent av BNP 2013.

Den prognosen bygger på antagandet att Obama blir omvald som president. Om detta visar sig felaktigt och valet istället vinnas av Mitt Romney - riskerar åtstramningsdosen att bli större. Romneys vicepresidentkandidat Paul Ryan har nämligen tidigare lagt förslag i vilka det federala budgetunderskottet minskas i betydligt snabbare takt. Det ska därför inte uteslutas att finansmarknaderna blir lyckligare med Obama i Vita Huset än med Romney.



BUDGETÅTSTRAMNING MED MÅTTA, ELLER?

Att det federala budgetunderskottet i USA (diagram) behöver minska via åtstramningar är knappast omstritt, men just nu finns ett stort frågetecken kring hur stor dosen ska bli. En kompromiss mellan demokrater och republikaner skulle troligen innebära en måttfull åstramning, medan brist på beslut och politiska eftergifter skulle innebära en stor åtstramningsdos med åtföljande recession i början på 2013.

Åtstramning i OECD i jämn takt, och fortgår...

Med en finanspolitisk åtstramning i USA nästa år och betydande budgetskärpningar även i Storbritannien, Japan och Euroland visar vår kalkyl att OECD som helhet får vidkännas en åtstramningsdos på cirka 1 procent av BNP under 2013. Det är i ungefär samma storleksordning som 2011 och 2012.

Därmed skulle det samlade budgetunderskottet i OECD nästa år minska till drygt 4 procent av BNP. Det innebär visserligen en rejäl krympning jämfört med för några år sedan, men finanspolitiken måste ändå ha en åtstramande inriktning under lång tid framöver, något som länge kommer att utgöra en broms på industrilandsområdets tillväxt.

... medan Kina liksom EM har utrymme att stimulera

Medan utrymmet att stimulera via finanspolitiken således är kringsekuret i de allra flesta OECD-länder, finns sådana möjligheter i stora delar av Emerging Markets (EM)-sfären. Även det penningpolitiska manöverutrymmet i EM är stort.

Kina - ett nyckelland för både världsekonomin och skeendet i de globala finansmarknaderna - har under det senaste året aktiverat sin penningpolitik mer än väntat, och trappat ned både styrräntor och reservkrav på bankerna. Vi väntar oss dessutom ytterligare monetära lättnader med bruk av bägge instrumenten under hösten och vintern.

De offentliga finanserna i Kina är i gott skick, med ett budgetunderskott på endast cirka 1,5 procent av BNP i år. Kinas förutsättning att föra också en expansiv finanspolitik är således goda. Det är dock inte troligt att åtgärderna blir av samma storleksordning (7% av BNP) som i samband med den globala finans- och konjunkturkrisen 2008-2009. Ett skäl är att

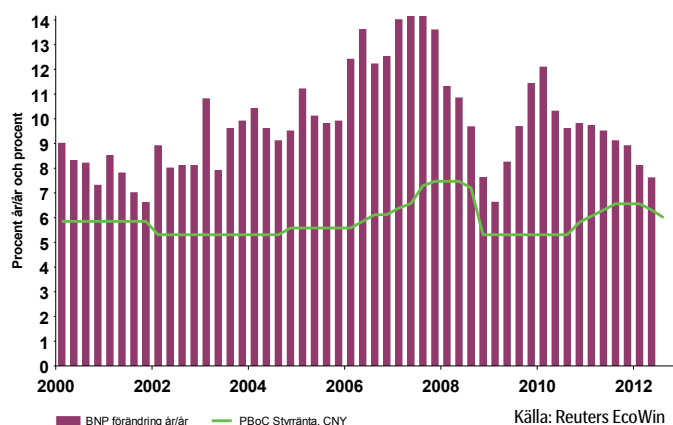
den kinesiska BNP-tillväxten denna gång inte bromsat in lika kraftigt och att världsekonomin inte alls är lika illa ute som då. Ett annat skäl är att stora delar av Kommunistpartiets ledarskap ska bytas ut i höst, och sådana händelser brukar lägga en viss hämsko på sjösättningen av nya stora reformer.

Kina kommer likväl under de närmaste kvartalen att stimulera ekonomin med hyggligt stora doser av både penning- och finanspolitik, varför en konjunkturrell hårdlandning torde kunna undvikas.

Slutsats: Den ekonomiska politiken kan nog hjälpa mer än stjälpa framöver

Sammantaget framstår utsikterna för den ekonomiska politiken nu som ljusare än tidigare. I Euroland kommer av allt att döma flera viktiga steg att tas som kan bidra till att stabilisera den statsfinansiella situationen på medellång sikt. Även arbetet med att trygga valutasamarbetets och eurons långsiktiga överlevnad växlar nu upp. I USA lutar det åt att en finanspolitisk kalldusch kan undvikas under nästa år, och att åtstramningen av den federala budgeten blir rimlig. I Kina finns utrymme att stimulera via både penning- och finanspolitik, varför förutsättningarna att undvika en konjunkturrell hårdlandning där ter sig goda.

Riskbilden för konjunkturen och riskaptiten rymmer främst negativa ekonomisk-politiska överraskningar med 1) i Europa tilltagande spänningar, politiska misslyckanden och tecken på en upplösning av eurosamarbetet, 2) i USA politisk oförmåga att nå en budgetuppgörelse, vilket kastar ekonomin utför det finansiella stupet, och 3) oväntat små och/eller verkningsslösa ekonomisk-politiska grepp i Kina, med resultatet en kinesisk konjunktur som fortsätter att falla.



Källa: Reuters EcoWin

SÄNKT RÄNTA I KINA SKA HÄVA TILLVÄXTFALLET

Sedan kulmen i början på 2010 har BNP-tillväxten i Kina successivt bromsat in för att landa på 7,6 procent under det andra kvartalet i år. Som en respons på detta har centralbanken PBoC bl.a. sänkt sina styrräntor vid några tillfällen, och vår prognos är att fler räntesänkningar kommer. Det ihop med också sänkta kassakrav på kinesiska banker och en viss dos av finanspolitisk stimulans under det närmaste halvåret borde vara tillräckligt för att förhindra en hård ekonomisk landning, samt badda för en något uppväxlad tillväxt i slutet av 2012.



Kreditmarknaden - komplex och intressant

Den här artikeln är en introduktion till den del av kapitalmarknaden som utgörs av räntepapper, det vill säga Kreditmarknaden. Vi presenterar marknadens aktörer och redogör för prissättningen av de olika produkterna. Vi beskriver hur handel sker, belyser de vanligaste riskerna och förklarar även de vanligaste begreppen som förekommer i kreditmarknaden.

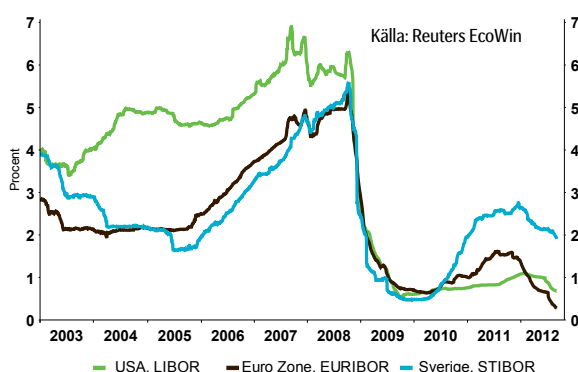
Aktiemarknaden tillhandahåller som bekant eget kapital. Kreditmarknaden växte fram som ett komplement aktiemarknaden, för att tillgodose behoven av lånekapital. Låneemarknadens behov täcktes till en början främst av att banken lånade ut pengar direkt till låntagaren. Marknaden växte och utvecklades till att bli en marknad där låntagaren tog hjälp av en bank eller motsvarande för att skapa en obligation eller ett skuldebrev. Detta är också kreditmarknadens främsta uppgift. Att fördela kapital mellan låntagaren som söker kapital och placeraren som har ett överskott av det samma.

Kreditmarknaden delas in i penningmarknaden och obligationsmarknaden. Papper som ges ut (emitteras) med en löptid (förfallodag) kortare än ett år tillhör penningmarknaden och de som är emitterade med löptid över ett år kallas obligationer, dessa finns med löptider upp till 30 år och till och med ännu längre.

STIBOR, LIBOR, EURIBOR

Dessa tre begrepp har samma funktion, men i olika valutor. STIBOR (Stockholm Interbank Offered Rates) och avser svenska kronor, LIBOR avser amerikanska dollar (USD) och brittiska pund (GBP) medan EURIBOR i eurozonen. De banker som handlar direkt med respektive lands centralbank visar till vilken ränta de lånar ut pengar mellan varandra. Räntorna fixeras vid lunchtid varje bankdag av respektive centralbank och gäller till nästa bankdag. Men självklart gäller en tre månaders "STIBOR fixing" för kommande kvartal. De tidsperioder som vanligen fixeras är en vecka upp till ett år. Den absolut viktigaste räntan som fixeras är tremånadersperioden. Skälet till detta är att de flesta låntagare som betalar rörlig ränta är fullt exponerade mot just denna period. Även obligationer som har en rörlig ränta, FRN-obligationer, är direkt påverkade av vilken räntenivå som Riksbanken sätter dag för dag.

MED RÄTT ATT STYRA DEN RÖRLIGA RÄNTAN



Grafen ovan visar tydligt att centralbankernas sänkningar av respektive styrränta har slagit igenom på den korta tremånadersräntan. Svenska Riksbanken har, som grafen visar, inte behövt stimulera ekonomin i samma utsträckning som exempelvis Europeiska Centralbanken, och ligger därför på en klart högre räntenivå.

Aktörerna på Kreditmarknaden

Marknaden består av dels låntagare, såsom bolåneinstitut, och de som ska köpa deras emitterade papper, långivaren eller placeraren. Dessa två aktörer är fundamentala, men utan en mellanhand som ser till att dessa intressen möts så blir det svårt att effektivt hitta varandra. Därför har det vuxit fram en funktion som förmedlar intressen från båda parter. Mellanhänderna, vanligen banker, fondkommissionärer eller mäklare, har organiserats i tre grupper, varav en har daglig kontakt med låntagarna, en andra grupp har kontakt med investerarna, och den tredje gruppen, har till uppgift att samla in intressen från de båda

förstnämnda och sammanföra dessa. Dessutom ska de dokumentera hur stora köpintressen det finns och vilket kundsegment som är intresserade. Denna information offentliggörs sedan i kommentarer på exempelvis Reuters och Bloomberg.

Ska exempelvis en stat emittera en obligation har varje mellanhand åtagit sig att ställa priser och vara handelsplats. Priset eller räntan som emissionen görs på bestäms utifrån de köpintressen som finns i marknaden vid just det tillfället.

För att man skall ha likviditet och förutsägbarhet i sina lån, har stater långt i förväg planlagt vad som ska emitteras. Norska staten som ett exempel emitterar statsobligationer utan att man har ett direkt lånebehov, för att ändå upprätthålla handel i marknaden.

Företagsobligationsmarknaden byggs enbart upp av låntagarens behov. Här kan det vara fråga om en utdragen process från ax till limpa. En process som innehåller övervägande av löptid, vilken nivå skall man emittera på, vilken typ av instrument som är mest effektivt och vilken kanal man ska använda. Skall man fråga banken om ett lån? Vem eller vilka mellanhänder skall få möjlighet att gå med denna kredit till kreditmarknaden?

Låntagares funderingar och mellanhandens svar

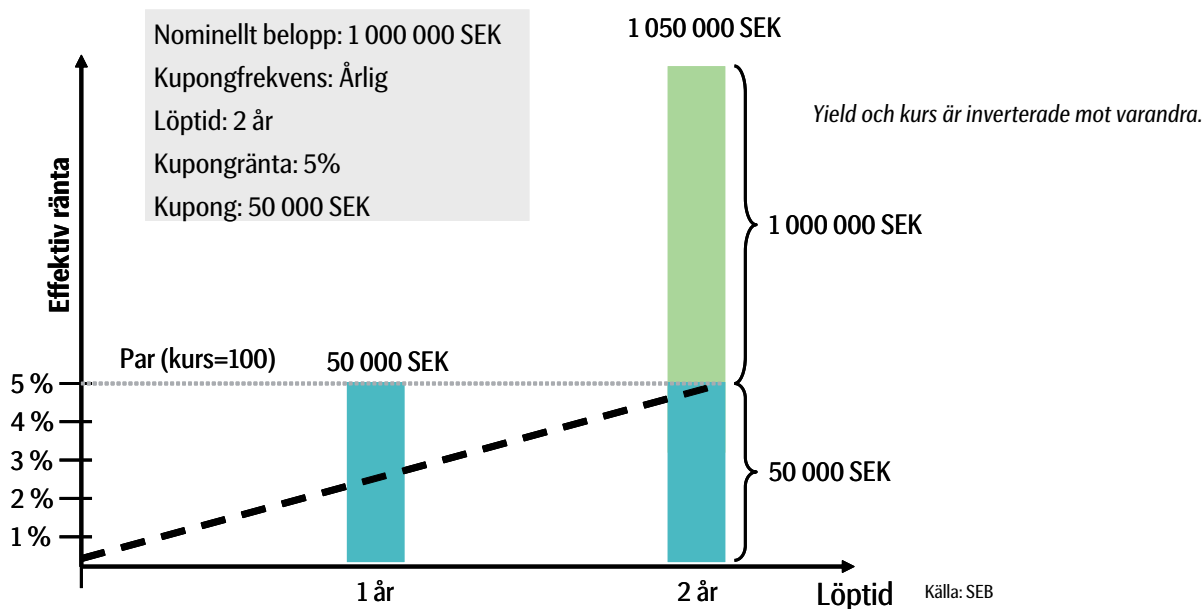
Hur långt behöver man gå ut i fråga om löptid bestäms dels av när man tror att man har tillräckligt med likvida medel för att betala tillbaka obligationens belopp på förfalldagen. Sedan finns det vissa tidsfickor som är billigare än andra att emittera i. Hur bestämmer man en nivå som är rimlig? Vilka hjälpmedel står till buds? Finns det någon som har liknande eller samma rating som låntagaren och vilken nivå emitterade de på? Vilka minsta valörer ska emitteras 100 000 eller en miljon? Det kan i vissa fall ha betydelse för hur god likviditeten blir i obligationen.

Presentationen för köparna viktig

När villkoren slagits fast ska obligationen presenteras för de olika obligationsköparna. Det sker genom telefonkontakter eller att någon som representerar låntagaren presenterar emittenten för investerarna. Man beskriver verksamheten i detalj, går igenom skuldsättning och försöker även prognostisera framtiden för bolaget eller den bransch där låntagaren är verksam.

Den viktigaste bedömningen som obligationsköparen skall göra är om det finns någon risk att jag inte får utlovade kuponger samt att det uppstår problem med återbetalningen av nominellt belopp. Efter en tid (sällan längre än en vecka) har man

OBLIGATIONENS UTVECKLING FRÅN EMISSION TILL FÖRFALL



En obligation med fast kupong har i de flesta fall en kurs eller ett pris som är 100 på startdagen ("Par" i grafen). Därför att kupongen sätts till den nivå som avkastningskurvan (yield, grå linje) visar. Kursen anger det belopp som skall betalas, således skulle investering på startdagen om nominellt 1 MSEK exakt överensstämma med likvidbeloppet 1 MSEK. Efter ett halvår har obligationens tid till förfall minskat till att vara 1,5 år, och som vi ser i grafen är swapkurvan (streckad) svagt positiv, investeraren kräver högre avkastning för att binda sina pengar under lång tid. Nu prissätts också obligationen på en annan punkt på swapkurvan nämligen 1,5-årspunkten, och yield och kupongräntor är olika. Avkastningen är lägre medan kupongräntan är konstant över löptiden. Lägre avkastning = högre pris. Obligationen handlas till överkurs.

genomfört en emission. Alla obligationer får en ISIN-kod, unikt för varje obligation. Vanligen börslistas papperet på en välkänd börs (OMX eller liknande). Det finns placerare som har inskrivet i sina placeringsreglementen att innehav måste vara börslistade. Börslistning är dock inte det samma som börshandlade. I vissa fall kan den aktör som genomförde emissionen ta en mindre del av obligationerna i eget lager. Skälet till detta är att några intresserade köpare inte var på plats när emissionen genomfördes. Då erbjuder man dessa att köpa senare. De banker som arrangerat emissionen ställer sedan priser både för köp och sälj och på så sätt uppstår en marknad i detta papper.

Obligationer med både fast och rörlig kupong prissätts på samma spread under förutsättning att det är samma emittent och löptid. Men de prissätts mot olika baser, antingen med 3-månaders STIBOR eller mot den nivå som swapkurvan visar. Ett alternativ kan vara att jämföra med var på kurvan en statsobligation med samma löptid prissätts. Merparten av alla utgivna obligationer är av fix kupongtyp. Ett lån med flytande ränta som sätts om var tredje månad men där obligationen har 2-årig löptid bestäms räntan till vilken nivå 3 månaders STIBOR noteras. Vill emittenten ha en kortare bindningstid för både kapital och ränta (till exempel för att fylla ett tillfälligt likviditetsbehov) kan emittenten ge ut ett certifikat på kanske tre månader. Certifikatet prissätts då utifrån var 3 månaders STIBOR har fixerats.

Swap, eller Interest Rate Swap (IRS), är ett derivatinstrument. De användes ursprungligen för att byta fasta ränteflöden mot rörliga, eller omvänt att vända rörliga kupongflöden till fasta.

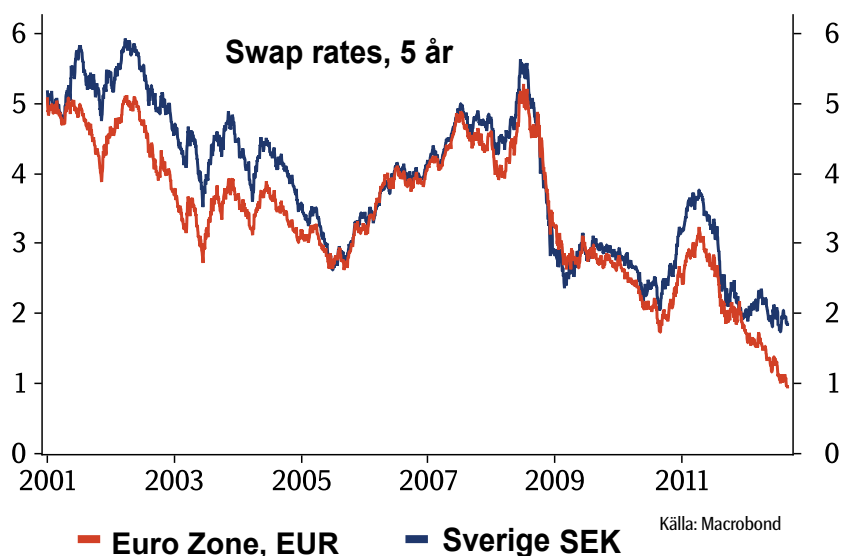
EXEMPEL:

För ett bolåneinstitut har andelen kunder som betalar rörlig ränta ökat markant jämfört med hur det var för 15 år sedan. Många investerare vill ha fastställda kuponger både ur ett enkelhetsperspektiv, men också ur likviditets- och durationsperspektiv. Här har vi motstridiga intressen.

Bolåneinstitutet emitterar då sin fasta kupongobligation och i samma ögonblick genomför de en swap-transaktion som anpassar deras kassaflöden efter vad som faktiskt händer. Bolåneinstitutet får in räntebetalningar från sina kunder, bolånetagarna, och betalningarna slussas till banken där de gjort swapen.

Banken som gjort swapen betalar ut den fasta kupongen som levereras till investeraren. På detta sätt har bolåneinstitutet eliminerat både ränterisken och likviditetsrisken, och alla kassaflöden är matchade. Om nu fler låntagare vill binda sina lån stänger bolåneinstitutet sin swap.

PRISSÄTTNINGEN VISAR PÅ SJUNKANDE RÄNTETREND



Ränteswapen har på 10 år fallit med 4 procentenheter i euroland och med 3 enheter i Sverige. Ytterligare ett bevis på den fallande räntetrenden.

Risker av alla de slag

Ränterisk

Ränterisk (kursrisk) infaller i den situation då en obligations värde påverkas negativt, till exempel av att den allmänna räntenivån stiger. Då sjunker värdet på tillgången. Räntan stiger när priset sjunker. Det man vanligen mäter är hur stor värdet förändringen blir när räntan stiger med en procentenhet.

Ränterisken har dels ett samband med löptid, men också hur hög kupong som delas ut varje år. En högre kupong ger en snabbare återbetalning av obligationen. Man kan också säga att obligationens effektiva löptid blir kortare. Vidare måste man se hur ofta kupongerna erhålls, årsvis, eller var tredje månad? Ränterisken minskar om kupongen erhålls och justeras efter hur 3-månaders STIBOR rör sig. Tredje faktorn är att räntenivån i sig har betydelse för ränterisken. Låg ränta ger högre ränterisk.

Likviditetsrisk

Likviditetsrisk utgörs av det hot som finns för att ingen vill köpa min obligation. Eller att transaktionskostnaderna stiger till oekonomisk nivå. En händelse som inträffade relativt nyligen är Lehman Brothers-kraschen (hösten 2008) som dränerade marknaden på likviditet. Bankerna vägrade och vågade inte låna ut till varandra

Ur placerarens perspektiv:

Likviditetsrisk, är en risk som snabbt kan förändras över tid. En bedömning som en investerare bör göra är vilka möjligheter han eller hon har att sälja sin obligation. Har emitterande institut något eget lager eller man hänvisad till en mindre aktörs flinka mäklare?

En miljö med hög likviditetsrisk kännetecknas även av högre transaktionskostnader vilka riskerar att göra det omöjligt att sälja pappret nära marknadsvärdet. Vanligen anses de mest likvida marknaderna vara de där det finns stora volymer i vissa lån så som stats- och bostadsobligationsmarknaden.

Företagsobligationsmarknaden är ju lite specifik i sammanhanget då stora volymer emitteras, men då efterfrågan också är stor kan det från tid till annan uppstå brist på värdepapper i andrahandsmarknaden. Man törs inte sälja utan att veta att likviditeten kan återinvesteras i ett annat papper.

Kreditrisk

Kreditrisk är vanligen knutet till en specifik låntagare eller emitent. Denna typ av risk omfattar allt från enskilda länder till specifika juridiska personer. Men naturligtvis kan en hel marknad dras med om kreditrisken skulle öka. Stora prisfall på bostäder kan få hela stocken av utestående bostadsobligationer att falla i värde.

Ur placerarens perspektiv:

Kreditrisken avser helt enkelt risken för att investeraren inte skall få sina kuponger under löptiden samt nominellt belopp och sista kupong på slutdagen. En kreditobligationsplacerare vill vanligtvis inte höra på en låntagare som har vidlyftiga investeringsplaner eller prioriterar höga utdelningar som kan riskera hans tänkta kassaflöden.

Kreditrisk aktualiseras från tid till annan där även enskilda stater som Grekland varit fokus. Man har tidigare talat om den riskfria räntan och det var en statsobligation man syftade på. Myndigheternas krav på att bankerna ska stärka sina balansräkningar bygger på att de måste kunna hantera just kreditrisken.

För att kunna bedöma vilken kreditrisk en emittent har finns det aktörer som fokuserar på att bedöma dessa, de kallas ratinginstitut. De tre vanligaste är Moody's, Standard & Poor's och Fitch. De analyserar emittenter och "ratar" dem enligt sina olika ratingskalor. Främst värderar de hur stor risken är för att emittenten inte kan betala tillbaka kuponger och nominellt belopp på slutdagen.

Ratinginstitutens analyser och slutsatser används av stora obligationsköpare för att bestämma hur mycket man får investera i de olika ratingnivåerna, exempelvis "obegränsat i AAA" (S&P-rating) Andra kan ha en minimigräns för hur lågt man är beredd att gå (hur hög risk man får ta). Här är BBB- eller Investment Grade en vanlig lägstanivå. Nivån under Investment Grade kallas High Yield.

Kreditmarknadens olika instrument

Det finns två huvudsakliga instrumenttyper; obligationer med fast kupong och obligationer med rörlig kupong så kallade Floating Rate Notes (FRN). Störst volymer är emitterat i obligationer med fast kupong. Exempelvis har svenska staten aldrig emitterat några obligationer som inte har fast kupong. Däremot är FRN-obligationer mycket vanliga på företagsobligationsmarknaden. Om exempelvis BMW är i behov av kapital så erbjuder de vanligen både fasta och rörliga kuponger.

En obligation med flytande kupong är prissatt utifrån var 3-månaders Stibor fixeras två dagar innan den rullar vidare in i nästkommande tremånadersperiod. Det är därför svårt att beräkna kommande kassaflöden. Stora köpare av denna typ av värdepapper är penningmarknadsfonder och likviditetsfonder. Emittenterna återfinns vi bland bostadsfinansieringsbolag, fastighetsbolag samt biltillverkare.

En fast kupong obligation är däremot möjlig att beräkna. Man antar nämligen att den effektiva räntan är lika över hela obligationens löptid. Det gör att vi återinvesterar de årliga kupongerna till den ränta vi fick när vi köpte obligationen. Man diskonterar alla kassaflöden, kupongerna, till samma ränta.

Prissättningen varierar mellan olika papper, dels beroende på vem som är emittent och vilken bransch de är verksamma i. Men också vilken rating som ratinginstituten har gett låntagaren har betydelse.

EXEMPEL: Volvo som är en världsledande lastbils- och entreprenadmaskin tillverkare har av Standard & Poor's ratats "BBB stabila framtidsutsikter". De prissätts cirka +110 mot ränteswapen. Jämför vi det med Scania, som är i samma bransch, så skulle nivån för Scania hamna på +80, där en förklaring är att Scania av samma institut fått "A- stabila utsikter". Om det är rimligt eller ej att det över tre år kostar Volvo nästan 1 miljon mer att låna 100 MSEK är en fråga som investeraren måste bedöma.

Om ett bolag har riktigt osäkra framtidsutsikter och dessutom befinner sig i en miljö av hård konkurrens kan påslaget hamna på nivåer över 1000.

Ett exempel här är flygbolaget SAS, trots den stabila ägarbild bolaget har (svenska staten äger 21,4 procent, danska och norska staterna äger 14,4 procent vardera). Här får vi anledning att nämna begränsning i ägarförhållandena. Även kallat change of control clause. (CoC). I SAS-fallet gäller den specifikt en obligation - SAS förfall 2014 - och innebörden är att det statliga ägandet får inte understiga 25 procent eller en ny ägare ej får äga mer än 50 procent. Då måste SAS köpa tillbaka obligationen till kurs 100 (par).

Att bygga en kreditportfölj

Antalet emittenter i en kreditportfölj beror mycket på hur pass stor risk man vill ta. Även om investeraren är beredd att ta höga kreditrisker och likviditetsrisker för att få högre avkastning bör portföljen vara diversifierad. Detta innebär att man har fler enskilda emittenter, och att man inte har för stor exponering mot samma bransch, och inte heller för stor exponering mot samma löptid. En bra sammansättning kan sammanfattas med ju högre risk desto fler obligationer från olika emittenter och helst olika förfallomånader bör man ha. Vidare bör ett papper utan rating från en ovanlig emittent inte ha en löptid över 3 år.

Ränterisken stiger med ökande löptider och låga avkastningskurvor. I dagsläget är det allmänna ränteläget lågt och därmed ränterisken hög. Kupongens storlek har också betydelse i och med att en låg kupong ger hög ränterisk. Om man köpt en obligation med fast kupong så diskonterar man de kommande årliga kassaflödena till den effektivränta som man handlat på. Stiger då räntan med en procentenhet så påverkas de kassaflöden som ligger längst ifrån mest av den höjda diskonteringsräntan.

Möjligheterna på kreditmarknaden är många, kontakta gärna din private banker för att diskutera hur du bäst drar nytta av dessa i din portfölj.

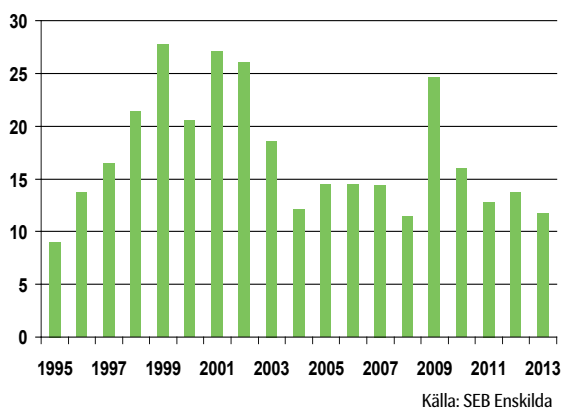


Äkta investeringsobjekt

- Köp när det känns obehagligt
- Värderingarna är attraktiva
- Oljeservice lockar

De nordiska börsbolagens rapporter för andra kvartalet innehöll lika många positiva som negativa överraskningar. Sammanlagt har vinsterna varit något lägre än konsensusprognoserna och vi har justerat ned vinstprognoserna för 2012 med 5 procent och för 2013 med 3 procent. Sammantaget väntas vinsterna växa med 4 procent i år (de minskar dock 9 procent i Sverige) och 16 procent 2013. Börsbolagen är, trots eurokrisen, på god väg att prestera nya rekordresultat i år.

AKTIER GENERERAR AVKASTNING



Diagrammet visar de nordiska börsbolagens nettovinster i procent av börsvärdet, det vill säga den avkastning som bolagen genererar till förmån för sina ägare (även kallat det inverterade P/E-talet).

Trots rekordstora vinster för bolagen står börsindex idag på samma nivå som december 2000 och sommaren 2006 men 26 procent under toppnivåerna 2007. Kombinationen av höga vinster och låga aktiekurser betyder att värderingen av aktiemarknaden är attraktiv. För innevarande år räknar vi med att de sammanlagda vinsterna motsvarar 7,4 procent av börsvärdet i Norden.

Aktier är ett av de tillgångsslag som fortfarande genererar en substantiell avkastning till förmån för ägarna (ej att förväxla

med historisk totalavkastning). Aktier är riskfyllda tillgångar där den framtida prissättningen är osäker, men de genererar också en avkastning åt sina ägare och är därför inte rena spekulationsobjekt där syftet med en placering enbart är förväntningar om framtida prisförändringar (i absoluta eller relativa termer). Den egenskapen har på senare år blivit allt mer unik genom att avkastningskraven på tillgångar med traditionellt lägre risk minskat dramatiskt.

UTDELNING ÄR BRA, ÅTERINVESTERING ÄR BÄTTRE

De vinster som bolagen genererar till sina ägare kan antingen delas ut till ägarna direkt eller behållas i bolagen. Vi räknar med en direktavkastning för de nordiska börserna på 4,0 procent för 2012 vilket betyder att bolagen behåller knappt hälften av de redovisade vinsterna. De medel bolagen behåller kan antingen återinvesteras i verksamheten för framtida tillväxt eller stärka balansräkningen.

På senare år har intresset för direktavkastningen ökat påtagligt, delvis till följd av låga räntor. Vi delar uppfattningen att 4 procents direktavkastning bidrar till att göra aktier till ett attraktivt investeringsalternativ i Norden, men det är viktigare att titta på vinsterna som bolagen genererar än de som delas ut.

En starkt balansräkning minskar risken i aktien och har därmed ett värde för aktieägarna, åtminstone om bolaget inte redan är överkapitaliserat.

Det alternativ som vanligtvis är bäst för aktieägarna i längden är dock om vinsterna kan återinvesteras i verksamheten eftersom räntabiliteten på eget kapital i snitt uppgår till 12,5 procent i Norden i år, en avkastningsnivå som är svår att hitta i finansmarknaderna idag.

KÖP TILLVÄXTBRANSCHER

En förutsättning för att bolagen ska finna attraktiva återinvesteringalternativ för vinsterna är ofta att deras marknad växer. En bransch där tillväxten förväntas vara särskilt god under kommande år är oljeservice-sektorn, det vill säga underleverantörerna till oljeindustrin.

Inte minst kvartalsrapporterna från de norska oljeservicebolagen påminde om detta genom många positiva resultatöverraskningar. Den största leverantören av offshore-produkter på Oslobörsen rapporterade en tillväxt i orderingen på 61 procent, motsvarande 193 procent av omsättningen i kvarta-

let, samtidigt förbättras marginalerna. Den största undervattensinstallatören flaggade för bättre marginaler framöver och räknar med att den nära rekordstora orderstocken ska växa ytterligare under andra halvåret. Seismikbolagen ser samtidigt den kraftigaste och snabbaste marknadsförbättringen sedan högkonjunkturen 2005-2008.

LJUSA UTSIKTER FÖR OLJESERVICE

De idag producerande oljefälten i världen kommer gradvis att tömmas ut och om 15 år har produktionen halverats. Samtidigt växer fordonsflottan i Asien och andra tillväxtekonomier stadigt, vilket garanterar en stabil eller växande törst efter olja i världen. För att ersätta de gamla oljekällor som nu töms tvingas oljebolagen investera allt mer kapital eftersom de nya fynden ofta ligger i mer svårtillgängliga miljöer exempelvis på djupa vatten i stormiga hav.

De privata oljebolagen har ökat investeringarna med 12 procent eller mer varje år de senaste 10 åren utom 2009. Enligt vår senaste undersökning planerar de privata oljebolagen att öka investeringarna med 13 procent innevarande år och 3 procent nästa år medan de nationella oljebolagen planerar för investeringssökningar på 12 procent i år och 8 procent 2013. Sannolikt underskattar de återigen investeringsbehovet nästa år, delvis av taktiska skäl. För de norska oljeservicebolagen bidrar detta till att vi räknar med en omsättningstillväxt på 18 procent i år och 13 procent 2013. Vinststillväxten blir ännu bättre, vi räknar med 38 procent i år och 31 procent 2013.

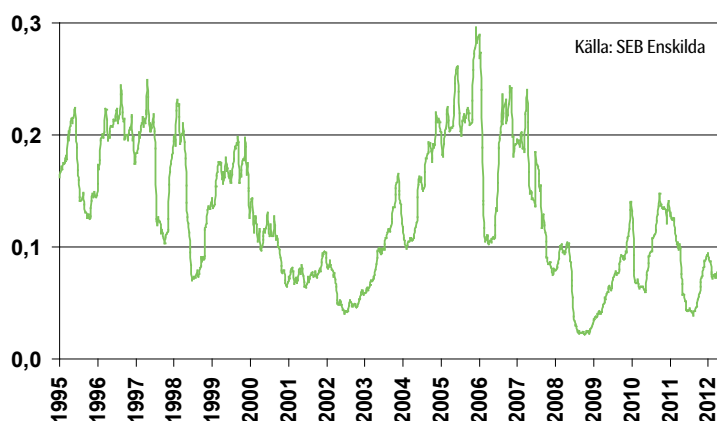
Trots de ljusa tillväxtutsikterna värderas branschen till P/E 12,3 på vår prognos för innevarande år, vilket är en rabatt på 9 procent mot snittet för de nordiska börserna. Direktavkastningen uppgår till 5,0 procent vilket är mer än snittet i Norden trots god tillgång på expansionsinvesteringar för bolagen. Vi finner kombinationen av god tillväxt och en ännu lägre värdering än börssnittet väldigt attraktiv.

KÖP NÄR ORON ÄR STOR

Från bottenivåerna i somras har Stockholmsbörsen gått upp med cirka 10 procent och Nordenindex har samtidigt gått upp med nära 20 procent. Parallellt har nervositeten i marknaden minskat rejält.

I det korta perspektivet finner vi att uppvärderingen varit väl snabb och ser en uppenbar risk för att börsen kommer att rekylera. Investerare bör fokusera på värderingarna i första hand men för att optimera tidpunkten för aktieköp behöver detta kompletteras med en uppskattning av riskaversionen. De ideala köptillfällena är när marknaden är som mest nervös och det känns obehagligt att köpa aktier. Nedan är ett exempel på en indikator som kombinerar värdering med riskaversion.

Den riskjusterade värderingen är fortfarande låg, men den är inte längre extrem vilket talar för en tråkigare börs under resten av året än vad vi sett de senaste två månaderna.



RISKJUSTERAD VÄRDERING HAR ÖKAT

Diagrammet visar ett exempel på riskjusterad värdering för MSCI Norden kalkylerat som värderingen av eget kapital dividerat med 90 dagars historisk volatilitet i aktiekurserna.



Turbulent risksentiment

- *USA-börser på 4-årshögsta, Kinas på 3-årslägst*
- *Börsuppgång trots nedreviderade vinstprognoser*
- *Höga förväntningar, stor osäkerhet*

Årets inleddes med kraftigt stigande börser. Den ökade riskaptiten kom som ett resultat av de åtgärder som Europeiska Centralbanken (ECB) la fram i slutet av förra året för att försöka lösa krisen i Europa. Efter att initialt ha fått önskvärd effekt blev det som många gånger tidigare grus i maskineriet, när problematiken i Sydeuropa tilltog under våren.

Vid sidan av problemen i Sydeuropa började under våren även global makrostatistik försvagas. Problemen i Europa i kombination med en global konjunkturinbromsning gjorde intryck på världens aktiestrateger och på aggregerad nivå rekommenderades den lägsta aktieexponeringen sedan subprimekrisen och Lehman Brothers-kraschen.

Efter en försiktig inledning av sommaren vände marknads-sentimentet ännu en gång och under sommaren inleddes en ny uppgångsfas på världens börser. Drivkraften bakom den senaste fasen av ökad riskaptit var något förbättrad makrostatistik, minskad recessionsrisk men framför allt förhoppningar om ytterligare stimulanser från amerikanska Federal Reserve (Fed) och ECB.

Svag makrostatistik men USA sticker ut

Mycket av 2012 års makrostatistik har varit betänkligt svag. Förhoppningarna om mer stimulanser ter sig kanske inte så konstiga mot bakgrund av hur verkligheten ser ut. Bilden från världens producerande och exporterande länder pekar mot en tydlig inbromsning vad det gäller ekonomisk aktivitet. Den stora skillnaden mot hur det har sett ut tidigare är att den här gången har det inte bara varit enskilda länder eller regioner som haft problem. Den här gången är det en till stora delar global avmattning.

Inbromsningen har varit som tydligast i Europa och Kina. I USA är bilden något splittrad, men överlag mer positiv och mer stabil än i övriga världen. Skillnaden i utveckling mellan olika länder och regioner åskådliggörs kanske bäst via det faktum att amerikanska börsindexet S&P 500 är på, eller är

nära, fyraårshögsta medan Kina och det kinesiska börsindexet China Composite befinner sig på treårslägst.

USA sticker just nu ut som ett av få positiva exempel. Samtidigt är tillväxten i ett historiskt perspektiv låg, och i kombination med att de amerikanska börsindexen är nära fyraårshögsta gör att uppsidan känns relativt begränsad. Det finns en överhängande risk att övriga världens problem i slutänden också drabbar USA.

Europa - marknadens problembarn

Europa är fortsatt det största problemområdet och utvecklingen har alltför varit tämligen negativ. Som tidigare är det i de södra delarna som problemen är som värst. Kraftigt fallande tillväxt och stigande arbetslöshet är talande exempel. Systemviktiga länder som Spanien och Italien har dessutom svårt att få tillgång till kreditmarknaden (problem att låna till rimliga villkor).

Den allmänt försvagade euron har gett stöd åt europeisk tillverknings- och exportindustri och den största vinnaren på valutförsvagningen har tveklöst varit Tyskland. Utvecklingen i Europa är en mycket tudelad historia där gapet mellan toppen (Tyskland) och botten (Grekland, Spanien) bara växer sig allt större, såväl i realekonomiska mått som i termer av børsutveckling.

I Europa är fortsatta strukturåtgärder, fortsatt åtstramning och en i stort dämpad ekonomisk aktivitet att vänta. De så kallade problemländerna (GIIPS) utgör bara cirka 5 procent av världens BNP, men så mycket som 25 procent av BNP i den Europeiska Unionen. Vad vi vet sedan ett par år tillbaka är att så länge man inte löser skuldsättningsproblematiken utan hela tiden väljer att rulla problemen framför sig blir kriserna återkommande och med allt tätare frekvens. Frågan om Greklands vara eller icke vara i den gemensamma valutan är ständigt aktuell och risken för negativa spridningseffekter vid ett utträde är fortsatt stor. Spanien är ett annat orosmoln och utvecklingen där har varit allt annat än positiv. Risken med att investera i europeiska aktier får anses fortsatt hög.

Emerging Markets med BRIC negativa överraskningar

Vid tidigare kriser har världen kunnat falla tillbaka på att det

gått väldigt bra för BRIC-länderna (Brasilien, Ryssland, Indien och Kina). Stora länder och stora ekonomier som gör avtryck i världsekonomin. Som grupp har nu även dessa länder fått ta del av konjunkturavmattningen. Överlag är tillväxten hög i absoluta tal men inte tillräcklig bra för att ge välbehövligt stöd till resten av världen, och inte tillräckligt hög för att de ekonomiska hjulen ska snurra lika fort som de gjort under de senaste åren. Utvecklingen i BRIC-länderna, Kina i synnerhet, är kanske det som har överraskat mest negativt under 2012. Kraften i den kinesiska inbromsningen har överraskat många.

Precis som i Kina och Brasilien har den ekonomiska utvecklingen i Indien mattats av betänkligt. Indien lider av hög inflation och från centralbankshåll har man kommunicerat att inflationsbekämpningen numera har högre prioritet än tillväxtfrämjande åtgärder. Den ryska ekonomin har en stark koppling till olja och oljeprisutveckling, men trots den senaste tidens turbulens och volatilitet i oljepriset framstår den ryska ekonomin som stabil.

Det som sticker ut som intressant är fortsatt Emerging Markets. Länder och regioner som växer av egen kraft, gärna med en stor inre marknad och som inte är direktlänkad till problemområden som till exempel Europa. Börsutvecklingen kring olika Emerging Market-index har inte rosat marknaden och ur ett risk/reward-perspektiv känns det som att mycket negativ redan är inprisat. Emerging Markets handlas dessutom med en värderingsrabatt (P/E) på 17 procent till den utvecklade delen av världen (Developed Markets).

Prognosrevideringar och värderingspåverkan

Allt eftersom makrostatistiken har försvagats har globala BNP-prognoser reviderats ned. Vår prognos ligger i dagsläget på 3,3 % för 2012. Nivån är historiskt låg, men indikerar fortsatt ett klimat där det historiskt varit okej att äga aktier.

Den nyligen avslutade rapportperioden i USA visade att företagens förmåga att slå konsensusförväntningarna var den lägsta sedan 2009. Detta i kombination med ganska nedtonade ekonomiska utsikter från bolagen själva har föranlett aktieanalytikerna att revidera ned sina prognoser (så mycket som 50

procent av produktion, försäljning och vinst hos de listade bolagen inom S&P 500 kommer från "resten av världen"). Tvärtom vad man kunde förvänta sig så har börsen stigit under denna nedrevideringsperiod. Det som historiskt brukar driva börser är upp- och nedrevideringsfaser, men då oftast med det omvända resultatet. I ett historiskt perspektiv kan konstateras att vi fortfarande är en bra bit från de nivåer där värderingen kan anses vara ansträngd eller extrem, men när prognoserna kommer ned och börskurserna samtidigt stiger påverkas värderingen negativt. Aktiemarknaden ser inte lika attraktiv ut som den gjorde tidigare i våras. Börskurserna är högre i förhållande till de förväntade framtida vinsterna (högre P/E-tal).

Investeringsklimatet bjuder på utmaningar

Konjunkturbilden har ljusnat något på sistone och recessionsrisken har reviderats ned, men det som varit den absolut största drivkraften bakom börsuppgången är förhoppningar om att världens centralbanker ännu en gång ska ge nödvändig skjuts åt världsekonomin.

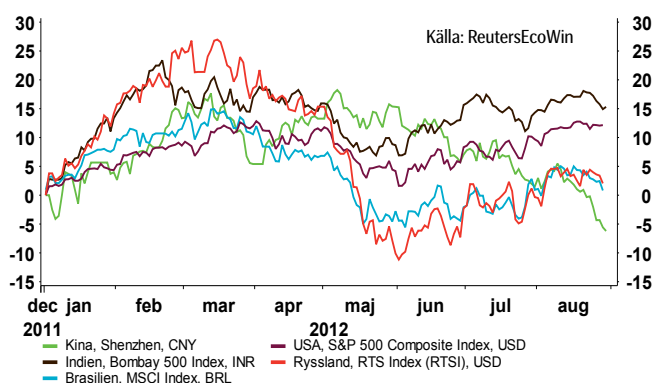
Investeringsklimatet är och har varit minst sagt utmanande under 2012. Betydelsen av förväntade centralbanksåtgärder har övertrumpat ren fundamenta. I det korta perspektivet har marknaden ofta inga problem att gå sin egen väg, men i det längre perspektivet så sker förr eller senare en verklighetsanpassning där fundamenta väger tyngst.

Höga förväntningar och stor osäkerhet

Historiskt har det visat sig vara en bra strategi att köpa när det ser som mörkast ut och att sälja när alla köper. Rent makromässigt ser det mörkt ut, med flera börser på nära fyraårshögsta får man dra slutsatsen att pessimismen sannolikt inte är riktigt så utbredd som det ofta framhålls.

Efter en period med stabil börsuppgång och låg volatilitet står vi högst sannolikt inför en period med högre volatilitet och därmed också högre risk. Hösten kommer att utvisa om marknaden får vad den önskar sig i form av mer stimulanser. Att vara selektiv och ha fokus på god riskhantering är en uppmaning till investerare som vill ta del av de möjligheter som aktiemarknaderna globalt trots allt erbjuder.

BÖRSUTVECKLINGEN UPPVISAR STOR VARIATION



Förloraren såväl i femårsperspektiv som det senaste året: "Mainland China". I andra änden, USA, Tyskland. I ett längre perspektiv har flera av BRIC-länderna gått bra (Indien och Brasilien) men efter att även 2012 börjat bra har stämningen försämrats avsevärt.



Centralbanker betar sig allt mer okonventionellt

- *Låg tillväxt och inflation gör att centralbanker vandrar vidare på den okonventionella vägen*
- *Flera skäl varför statsobligationsräntor ska stiga*
- *High Yield alltiämt mest lockande ränteplacement, men se till risken i hela portföljen*

Nuläget och utsikterna för konjunkturen/den ekonomiska tillväxten och inflationen är ett par nyckelfaktorer för vad som sker på räntemarknaden. Enligt historieboken brukar låg tillväxt och låg inflation resultera i låga/fallande räntor, medan kombinationen hög tillväxt och hög inflation brukat innebära höga/stigande räntor.

När det gäller tillväxten i världen i allmänhet och i industrilandsområdet OECD i synnerhet bedöms denna bli beskedlig under de närmaste åren, även om takten har förutsättningar att växla upp lite tydligare under 2014 (se kapitlet Makrosammanfattning). Men vad händer då med inflationen och förväntningarna på denna? Ett faktorerpar som är av särskild vikt för skeendet på räntemarknaden.

Inflationstakten i världen har minskat under det senaste året, och enligt vår prognos dämpas takten ytterligare under 2013-2014, i OECD till cirka 1,5 procent per år. Bakom det ligger ett fortsatt lågt kapacitetsutnyttjande (vilket håller nere löneökningarna), och en förhållandevis lugn utveckling för råvarupriserna. Visserligen kommer sommarens stigande priser på livsmedel att pressa upp inflationen något på kort sikt, men effekten blir ändå ganska liten, och en återgång till mer normal väderlek framåt hösten skulle göra livsmedel billigare igen. Scenariot med låg och stabil inflation får också stöd i prissättningen på realobligationsmarknaden. Den visar förväntningar om en inflation kring 2 procent på ganska lång sikt. Stabila inflationsförväntningar har i sin tur varit en förutsättning för centralbankernas exceptionella stimulanspolitik på senare år, och detta har tillsammans bäddat för de rekordlåga statsobligationsräntorna i flera länder.

Den konventionella penningpolitiken - främst höjningar och

sänkningar av styrräntor har på många håll nått vägs ände. För den okonventionella penningpolitiken - centralbankers köp av stats- och bostadsobligationer, deras köp av företagsobligationer, preciseringar av tak för obligationsräntor etc. - tycks däremot den framtida vägen sträcka sig långt. Stora steg har redan tagits på den okonventionella vägen, visat av att den samlade balansräkningen för Federal Reserve (Fed), Europeiska Centralbanken (ECB) och Bank of England (BoE) sedan 2007 - när finansåskan började mullra på allvar - har ökat med 150 procent till omkring 18 500 miljarder US-dollar. Och härifrån har denna typ av politik i princip inga begränsningar när det gäller storlek.

Fed kommer av allt att döma ge ett löfte om en förlängning av perioden under vilken styrräntan ska vara exceptionellt låg (från nuvarande hösten 2014, till fram till 2015), och sjösätta QE3 - tredje omgången av kvantitativa lättnader via stora obligationsköp - under det andra halvåret 2012.

ECB - som har mer räntesänkingsutrymme än Fed - spås trappa ned sin refinans från 0,75 till 0,50 procent i oktober i år, och kan dessförinnan komma att besluta om att utöka sina köp av statspapper i andrahandsmarknaden (SMP-programmet). Givet att Spanien - och kanske Italien - inom kort formellt ansöker om lån från nödlånefonderna EFSF/ESM (ett villkor uppställt av ECB), skulle ECB kunna inleda nya stödköp i början av hösten. För att ESM ska kunna starta sin verksamhet måste emellertid först den tyska författningsdomstolen ha gett sitt godkännande vid mötet den 12 september.

Bank of England höjer taket

Vidare har BoE i sommar höjt taket för sina obligationsköp till 375 miljarder pund, och vår prognos är att taket höjs ytterligare 50 miljarder under det fjärde kvartalet i år. Också Bank of Japan torde under hösten utvidga sina kvantitativa stimulansåtgärder, och det kan då bli aktuellt med köp av både obligationer och aktier.

Svenska Riksbanken och Norges Bank hör till de centralbanker som tills vidare vandrar fram på den konventionella vägen, med räntepolitik som främsta vapen. Enligt vår prognos har Riksbanken i två steg sänkt reporäntan (idag 1,50%) till 1,00 procent fram till slutet av 2012, medan Norges Bank tar sin

styrränta (idag 1,50%) åt andra hållet genom höjningar i tre steg upp till 2,25 procent under loppet av 2013.

Trots att de tongivande centralbankerna således torde vandra vidare på den okonventionella vägen - bland annat göra fler betydande statsobligationsköp - och inflationen samtidigt ser ut att bli låg och stabil, är vår prognos något stigande statsobligationsräntor/fallande statsobligationskurser under de närmaste åren. Fram till slutet av 2014 spås 10-åriga statsräntor i de stora kärnländerna (USA, Tyskland och Storbritannien) gå upp med i storleksordningen en procentenhet.

Argumenten för denna ränteuppgång är bland annat:

- Stora offentliga upplåningsbehov,
- Mycket oattraktiva räntorna på obligationerna - i flera fall är realräntorna negativa (nominella räntorna lägre än inflationen)
- Utsikterna till hygglig riskapitet i finansmarknaderna, något som brukat minska intresset för att placera i statsobligationer.

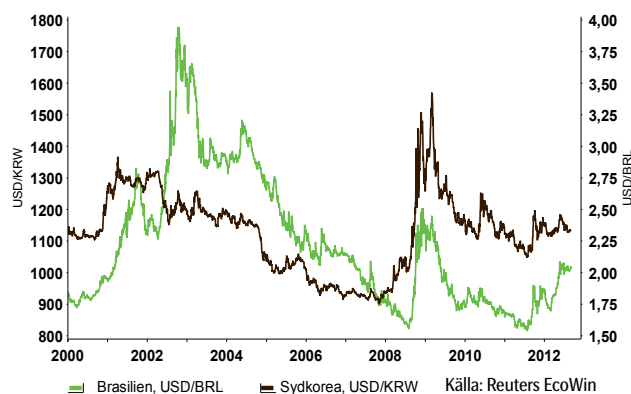
Hittills i år har placeringar i företagsobligationer - inte minst i det mer riskfyllda High Yield-segmentet - haft en mycket fin utveckling, och i flera fall noterat en värdetillväxt på betydligt mer än 10 procent. Samtidigt har placeringar i exempelvis svenska stats- och bostadsobligationer ökat i värde med endast 2-2,5 procent.

Under längre tidsperioder blir skillnaderna i värdetillväxt mellan placeringar i företags- respektive statsobligationer ännu större. Den som i början av 2009 valde att köpa amerikanska High Yield-index har fram till och med den 31 augusti 2012 tjä-

nat 115 procent på placeringen (mätt i USD), medan den som istället valde att investera i amerikanska statsobligationsindex har fått nöja sig med en värdetillväxt på 22 procent (i USD). Notervärt är också att placeringen i High Yield utvecklats nästan lika bra som aktieindex S&P 500 under perioden, men samtidigt uppvisat endast omkring halva volatiliteten (risken).

I mångt och mycket kvarstår de argument som talar till fördel för High Yield-obligationer. 1) På mikronivå är företagshälsan fortsatt god i termer av vinster och balansräkningar (på senare år; minskad skuldsättning, ökad likviditet, förlängda löptider på obligationslånen). 2) Räntegapen mellan High Yield-obligationer och statsobligationer är alltjämt stora - om än inte lika vida som i vintras. 3) Andelen HY-konkurser var inte större än 2,8 procent (på 12 månader) i slutet av juli, och ratinginstitutet Moody's spår att ungefär samma andel ska gälla sommaren 2013. Historiska snittet för andelen konkurser sedan 1983 är för övrigt nästan 5 procent. 4) Utsikterna till hygglig riskapitet innebär en finansiell miljö som skulle gynna sådana företagsobligationer.

Av dessa skäl är High Yield också fortsättningsvis det mest attraktiva alternativet inom tillgängsslaget Räntor. Det är dock samtidigt viktigt att som placerare betrakta hela sin värdepappersportfölj, och skulle andelen HY i totalportföljen ha blivit väl stor - något som i sig kan utgöra en risk (lite väl många ägg i samma korg) - kan det finnas anledning att något minska denna, trots High Yield-obligationernas attraktivitet i ränteportföljen.



EM-VALUTOR BORDE LOCKA PLACERARE

Under våren och en del av sommaren försvagades många Emerging Markets-valutor (Brasiliens och Sydkoreas i diagram) på grund av minskad riskapitet hos globala kapitalplaceringar, men tack vare omslaget till en positivare marknadsstämning efter halvårsskiftet har dessa åter stärks något. Givet en hygglig riskapitet och kapitalförvaltares jakt på alternativ till de etablerade reservvalutorna (USD, JPY etc.) borde EM-valutor kunna stiga i värde mot OECD-valutor under det närmaste året. Dessutom finns utrymme för lägre obligationsräntor/högre obligationskurser i EM. Därför är EMDebt alltjämt ett intressant placeringsalternativ.



Snabbfotade förvaltare har bättre förutsättningar

- *Aktiepriser styrs alltmer av den politiska utvecklingen*
- *Politiska drivkrafter försvårar för förvaltare med fokus på bolagens fundamenta.*
- *Globala spänningar talar alltfjämt för Relative Value och Macro*

Den starka inledningen av året avstannade under andra kvartalet. Avtagande effekt från Europeiska Centralbankens LTRO (Long Term Refinancing Operation)-program, minskad riskapitet och stigande volatilitet gav förvaltarna en svårnavigerad marknad under andra kvartalet. Dock har flera hedgefonder återhämtat sig under juli och augusti. HFRX Global Hedge Fund Index sjönk 1,9 procent (i USD) under andra kvartalet men har stigit 0,9 procent hittills under innevarande kvartal. Marknaden styrs huvudsakligen av investerarens riskvilja och sentiment, som i sin tur styrs av oförutsägbara politiska beslut. Även centralbankens agerande styr i allt större utsträckning avkastningen för hedgefonder, såsom förhoppningar om en ny runda kvantitativa stimulansåtgärder från amerikanska Federal Reserve (Fed) eller Europeiska Centralbankens (ECB:s) eventuella köp av perifera statspapper. Beroende på hur mycket av eventualiteterna som är inprisade kan förvaltare dra olika mycket nytta av spekulatiönerna kring dessa. Men oavsett om förvaltarna får rätt eller fel i sina positionstaganden, har mer snabbfotade förvaltare och strategier bättre förutsättningar i under de kommande månaderna.

Vi delar in hedgefondmarknaden i fyra huvudstrategier:

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

Equity Long/Short

Strategin har haft en tuff period där aktiekursers utveckling varit mer eller mindre frikopplade från bolagens fundamentala värden. Avkastningen har därför varit mer kopplad till förvaltarens

nettoexponering mot aktiemarknaden snarare än aktieurvalet, och förvaltare med hög nettoexponering mot aktier har således följt med marknaden både upp och ned. Svårast har det varit för Equity Market Neutral – strategin har i år fallit över 5 procent (HFRX Equity Market Neutral Index i USD). Risker drogs generellt ned under andra kvartalet, medan förvaltare har varit mer återhållsamma med att koppla på risk igen under innevarande kvartal.

Vi spår att marknaden fortsätter drivas av den politiska utvecklingen snarare än bolagens fundamenta. Bäst förutsättningar inom Equity Long/Short-kategorin har därför snabbfotade strategier såsom Trading och Variable Net Exposure där exponeringarna snabbt kan anpassas till riktningssändringarna i marknadssentiment. Förvaltare som kan skapa avkastning både genom att gå långa och gå korta bör klara sig bättre än de som är mer beroende av den generella marknadsriktningen. Equity Market Neutral lär vara motståndskraftig den närmaste lite mer osäkra perioden vi ser framför oss. I ett läge av börsrally 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 hade ett tufft andra kvartal med ökande kreditspreadar och hög volatilitet i räntebärande instrument med längre löptider. Förvaltare var, och är, generellt återhållsamma med sina investeringar på den korta änden av räntekurvan där räntenivåerna är låga. HFRX Relative Value Index sjönk 1,6 procent (i USD) under maj och har sedan dess rört sig sidledes. Förvaltare som tenderar att vara korta kreditmarknaden har generellt gått bra under andra kvartalet, men det omvända gäller för innevarande kvartal under vilken kreditspreadarna krympt.

Förvaltningsstilar som fokuserar på korta räntor lär fortsätta ha det svårt en period framöver, och vi föredrar snarare strategier som fokuserar på den medellånga till långa änden av räntekurvan. Efter ECB-chefens uttalande i slutet av juli med indikationer om att ECB kan börja köpa statspapper utgivna av perifera Europa (Spanien och Italien i synnerhet) har ränteskillnaderna

mellan norra och södra Europa krympt. Vi har dock hittills inte sett några konkreta handlingar, och ECB:s agerande framöver lär ha stor inverkan på Relative Value-strategierna. Även på andra sidan Atlanten diskuteras en ny dos kvantitativ stimulans, vilket också skapar möjligheter för strategin – oavsett sjösättning eller ej. Vi är därför positiva till Relative Value och i synnerhet de förvaltare som inriktar sig på räntebärande instrument.

Event Driven och Distressed

Event Driven är generellt beroende av bolagsaktiviteter såsom omstruktureringar, företagsuppköp och avyttringar. Högre volatilitet och sjunkande aktiekurser under andra kvartalet fick dock flera bolag att skjuta på sina beslut, och HFRX Event Driven Index tappade 2,7 procent (i USD) under perioden, varav det mesta under maj.

Skulle aktiemarknaden fortsätta mjukna finns möjlighet att antalet bolagsaktiviteter åter ökar. Låg efterfrågan och tillväxt generellt talar för att företag i större utsträckning kommer att försöka växa genom förvärv, vilket gynnar för Merger Arbitrage. Samtidigt har företag allt svårare att få lån från banker, vilket leder till att bolag fokuserar på att omstrukturera sina balansräkningar. Bäst förutsättningar har därför Event Driven-förvaltare med exceptionellt god expertis inom krediter och aktier.

Macro och Trading

Macro och Trading-strategier har på pappret de bästa förutsättningarna givet de globala spänningarna, men de har också varit de största besvikelserna de senaste månaderna. Några förvaltare har haft en negativ syn på euron sedan årsskiftet, och de positionerna betalade sig tillslut under andra kvartalet. Vinsterna drevs dock generellt av innehaven i obligationer. Som vi nämnt tidigare är marknaden huvudsakligen sentimentstyrd, vilket i sin tur styrs av beslut på den politiska arenan. Dessa beslut är svåra att införliva i modelldrivna strategier, och CTA har under året tappat över 3 procent (i USD), jämfört med Macro generellt som är ned 0,3 procent.

Vi framhåller alltså att CTA och Systematic Macro hör hemma i en portfölj som absolutavkastande och diversifierande innehav. CTA-modellerna är idag generellt sett mer negativa till aktier och råvaror, och har därmed positioner i bland annat statspapper och amerikanska dollar. Dessa strategier erbjuder således god diversifiering i en pro-cyklisk portfölj. Vi spår dock att marknaderna kommer bölja fram och tillbaka, och modeller med kortare tidshorisont är därför att föredra.

STRATEGI	INDEX	UTVECKLING % (USD)			
		Jul-Aug 2012	Q2 2012	2011	2010
Global Hedge	HFRX Global Hedge Fund	0,92	-1,86	-8,87	5,19
Equity Hedge	HFRX Equity Hedge	1,28	-2,65	-19,08	8,92
Relative Value	HFRX Relative Value Arbitrage	0,00	-1,39	-4,00	7,65
Event Driven	HFRX Event Driven	0,94	-2,67	-4,90	1,98
Macro	HFRX Macro	1,51	-0,52	-4,88	-1,73

Källa: SEB



Fastighetsmarknaden attraktiv i lågräntemiljö

- *Fortsatt stark efterfrågan på kvalitet*
- *Växande investerarintresse för REIT:er*
- *Fastighetsobligationer ett substitut för banklån*

Efter en period av lugnare aktivitet på den globala fastighetsmarknaden under årets inledande månader bevitnades ett betydande lyft i affärsaktiviteten under det andra kvartalet. Starkast aktivitetstillväxt på kvartalsbasis syntes i Nord- och Sydamerika även om Asien uppvisade störst uppsving på årsbasis. Fastighetsmarknaden i Europa registrerade också den en ökad aktivitet mycket tack vare stort internationellt investerarintresse. Aktiviteten i många periferiländer i regionen tyngs dock fortfarande av den överhängande skuldkrisen.

Primärmarknader har varit loket

Temat på marknaden för direkta fastighetsinvesteringar har varit tydlig under de senaste åren. Investerare har sökt sig till de mindre riskfyllda och mer likvida fastighetsbestånden på de så kallade primärmarknaderna. Denna investeringstrend har varit följden av den ständigt återkommande osäkerheten för den globala ekonomins framtidsutsikter, men också en följd av den låga räntemiljön vi idag befinner oss i.

För två år sedan kunde man som investerare placera pengarna i stabila kvalitetsobjekt i storstäder som London, Paris och New York för att i många fall erhålla en direktavkastning på omkring 6-7 procent per år, detta samtidigt som 10-åriga statsobligationer såldes med en kupong på strax över 2 procent. Av förklarliga skäl växte efterfrågan för dessa typer av fastigheter, vilket fick priserna på fastighetsbestånden att stiga och därmed direktavkastningen att falla.

Idag erbjuder liknande investeringar en direktavkastning på omkring 4-5 procent, vilket av många investerare fortfarande uppfattas som en attraktiv avkastning i en tid där 10-åriga statsobligationer i stort sett över hela västvärlden idag säljs med en årlig ränta under 2 procent. Läger vi därtill det faktum att många centralbanker idag planerar, och aktivt agerar för, att hålla såväl korta som långa räntor nedpressade under lång tid framöver, kan mycket väl vår artificiellt låga räntemiljö fortsätta

driva upp fastighetspriserna ytterligare en bit. Mot denna bakgrund är det förståeligt att en stor efterfrågan av fastighetsbestånd på primärmarknader fortfarande gör sig gällande.

Man ska dock komma ihåg att en fortsatt lätt räntepolitik i grunden också innebär en fortsatt svag ekonomi, vilket i sin tur har en direkt negativ effekt på fastighetsmarknaden. Även om den lätta räntepolitiken stödjer en prisstegring i det korta perspektivet skapar en fortsatt svag ekonomi friktion för en prisstegring på längre sikt. Detta ihop med det faktum att skillnaden i avkastningsnivåer mellan primärmarknader och mer riskfyllda sekundärmarknader har gått isär kraftigt under senare förklarar varför allt fler marknadsaktörer på senare tid har börjat titta närmare, och i vissa fall börjat göra affärer, på mer osäkra marknader där fastighetsbestånden tycks vara undervärderade.

Fastighetsobligationer populära

I spåren av allt stramare finansieringsvillkor och som en följd av en växande efterfrågan hos placerare att hitta jämn och stabil avkastning har företagsobligationer kommit att bli en mycket populär placeringsform under senare år. I syfte att finansiera verksamheten har bolagen i allt större utsträckning emitterat obligationer som ett substitut för de traditionella banklånen. Fastighetssektorn, som tillhör en av de mer kapitalintensiva branscherna, är kanske också den sektor där emissionerna av nya företagsobligationer vuxit kraftigast. Idag finns det därför en mängd företagsobligationer utgivna av kvalitetsbolag inom fastighetssektorn som erbjuder en mycket attraktiv ränta. För företagen är fördelen dels finansiering men också det faktum att lånen flyttas från banken till privatpersoner och därmed lyfter bort frågan om amorteringskrav.

REIT-marknaden utvecklas starkt

En annan fastighetsinvestering som vuxit sig populär på senare tid är den via så kallade REIT:er (Real Estate Investment Trusts). Det märks inte minst av det växande antalet REIT-fonder på marknaden, men också av att REIT:er idag utgör en av de största nettoköparna på fastighetsmarknaden. Placerare tycks lockas av den relativt höga direktavkastningen bolagen delar ut (av juridiska skäl måste en REIT dela ut

minst 90 procent av bolagets taxerbara inkomst) men också av anledningen att bolagen ger placeraren möjlighet till likvid exponering mot fastighetsmarknaden.

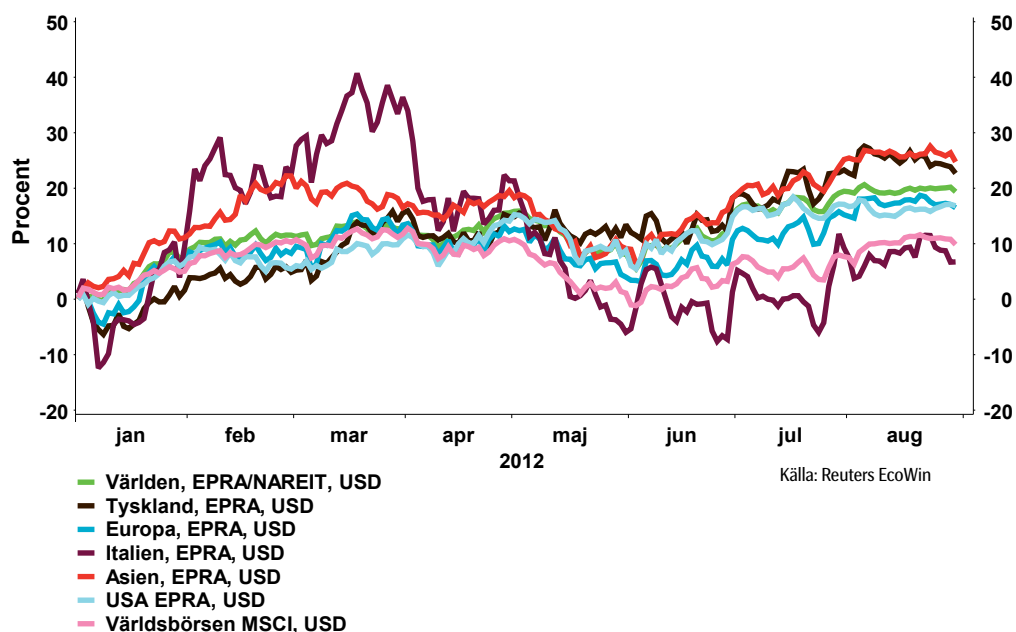
Marknadsutvecklingen för REIT:er i år har varit mycket stark. Utvecklingen för den globala REIT-marknaden mätt som ett index (FTSE EPRA/NAREIT, World) är upp omkring 20 procent i USD, samtidigt som aktiemarknadens världsindex (MSCI World All Countries) registrerat en uppgång på omkring 10 procent. USA har haft den klart bästa utvecklingen sett över ett år, men på årsbasis är det Tyskland och stora delar av Asien som utvecklats starkast, med uppgångar på närmare 30 procent. Vi noterar dock att utvecklingen för REIT:er inom Europas periferiländer varit betydligt skakigare.

Behagligare investeringsklimat under 2012

Även om placerare under stora delar av året haft en relativt försiktig inställning till risk har många tillgångar med högre

risk ändå haft en stark utveckling. Förutom REIT-marknaden har också globala index för såväl aktiemarknaden, råvarumarknaden som marknaden för HighYield-obligationer utvecklats väl och ger sken av att riskviljan på marknaden varit allt annat än dämpad. En förklaring till denna tvetydighet är att placerare i betydligt mindre omfattning tillämpat en risk on/risk off-strategi och i stället i större utsträckning handlat på fundamenta för olika tillgångslag, sektorer och bolag. Detta har bland annat utmynnat i att vissa sektorer på aktiemarknaden utvecklats bra samtidigt som andra utvecklats mindre bra, vilket är en stor skillnad mot vad vi såg under hösten 2011 då samvariationen mellan sektorer var betydligt högre. Investerarbeteendet i år förklarar således varför korrelationer mellan tillgångar fallit tillbaka och därmed har skapat en betydligt mer behaglig placeringsmiljö sett ur diversifieringssynpunkt. Portföljrisker har på ett mycket mer effektivt sätt kunnat spridas över olika typer av tillgångar.

STARK UTVECKLING FÖR REIT-MARKNADERN A I ÅR



REIT-marknaden registrerar en klart starkare utveckling än aktiemarknaden i år med uppgång på omkring 20 procent. Starkast utveckling finner i Asien och i de mer stabila ekonomierna i Europa. REIT-marknader i Europas periferiländer, i grafen illustrerat av Italien (vinröd linje), har dock haft en betydligt skakigare resa.



Mot en mer korrekt värdering

- Frikopplingen från finansaktier håller i sig
- Fortsatt stark utveckling av underliggande substansvärden
- Private Equity-bolagen vidtar åtgärder mot fortsatt höga rabatter

I förra numret av Investment Outlook argumenterade vi för att index för noterade Private Equity-bolag har påvisat en ökad frikoppling från både breda aktieindex och från finansaktier. Detta efter att index för noterade Private Equity(PE)-bolag de senaste åren setts som en högbetavariant av breda aktieindex och i stora drag rört sig i linje med finansaktier.

Kopplingen såg ut att brytas under innevarande års första kvartal då index för finansaktier gjorde en starkare återhämtning än den för noterade PE-bolag. Frikopplingen, och den svagare utvecklingen, förklarade vi senast med tre faktorer:

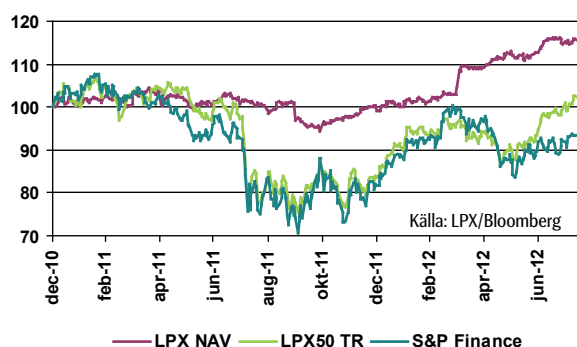
- svagare och mer instabil tillväxtbild
- osäker finansieringssituation
- svårbedömd flödesbild

Argumentationen kring den ökade frikopplingen från främst finansaktier tycks fortfarande gälla, men den senaste tiden har vi dock sett en väsentligt starkare utveckling för PE-bolagen, både i absoluta och relativa termer. Det finns anledning att redogöra för de bakomliggande faktorer som har drivit index för noterade PE-bolag.

Starka substansvärden

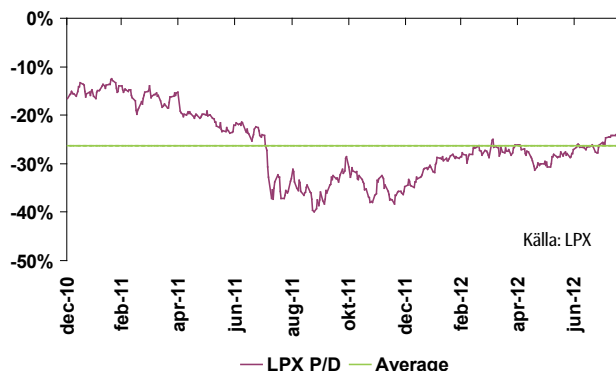
Underliggande substansvärden har sedan hösten 2011 stått emot väl och har enligt indexet LPX NAV stigit med 13 procent sedan i april och med 17 procent sedan årsskiftet. Den trög-rörliga marknaden bidrog troligen till att PE-bolag under våren handlades på NAV från förra hösten. Tillsammans med en oro för belåningsgraden ledde det till att noterade PE-bolag inte uppvisade samma styrka som finansaktier. Stigande substansvärden och tilltagande affärsaktivitet fick dock index för noterade PE-bolag, LPX 50 Total Return, att stiga med 17 procent under sommaren (räknat från årsskiftet är indexet upp 23 procent).

STIGANDE SUBSTANSVÄRDEN REFLEKTERAS I INDEX



Underliggande substansvärden stod emot väl under hösten och våren och har sedan i maj stigit rejält vilket reflekteras i index för noterade PE-bolag som har rusat ifrån index för finansaktier.

MINDRE RABATTER, ETT SUNDHETSTECKEN



Substansrabatten för index för noterade PE-bolag (LPX50TR) är nu mindre än den genomsnittliga substansrabatten mätt från januari 2011 (26 procent). Ser man över en längre tidsperiod uppgår den genomsnittliga rabatten till 30 procent. Dagens nivå reflekterar bättre den underliggande utveckling och bör snarare ses som ett sundhetstecken än att tillgångslaget har blivit mindre billigt.

Substansrabatten, som indikerar skillnaden mellan marknadsvärdet på bolagens underliggande tillgångar och det pris som bolagen värderas till på börsen, har under sommaren sjunkit med 12 procentenheter, från 31 till 23 procent. En nivå som nu ligger under det kortsiktiga historiska snittet på 30 procent, och bör snarare betraktas som ett sundhetstecken än en indikation på att tillgångsslaget är mindre billigt. Längre tidsserier visar att den historiska normalnivån snarare varit 10-20 procent. Gapet till substansrabatten på sekundärmarknaden, som idag ligger på 13 procent, har också minskat och förtydligar trenden om en ökad affärsaktivitet. Värderings- och aktivitetsmässigt är onoterade PE-bolag nu tillbaka till tidiga 2011 års nivåer.

Ohållbara substansrabatter skapar affärsaktivitet

Skillnaden mellan börsvärdet och det underliggande substansvärdet har betraktas som ett universalt nyckeltal och har under tider av oro och svaga bolagsrapporter ökat markant. De höga rabatterna har lett till att flertalet PE-bolag vidtar åtgärder i syfte att förbättra investerarkollektivets allmänna uppfattning om tillgångsslaget samt att utnyttja de affärsmöjligheter som rabatterna skapar. Det handlar främst om utökade utdelningar till investerare i syfte att förtydliga det löpande värdeskapandet, aktieåterköp i syfte att stärka bolagens finansiella ställning och uppköp av andra PE-bolag ämnat att stärka bolagens marknadsposition. PE-bolag har i stort sett alltid handlat med rabatter men har inte lyckats återhämta sig sedan krisen 2008. Justeras inte rabatterna är det inte uteslutet att en viss konsolidering av PE-marknaden kommer att ta form.

Diskonterat kreditbehov

Förutom det generella investeringsklimatet och den allmänna riskviljan, är en av orsakerna till att investerare har likställt finansaktier med PE-bolag, troligen de sistnämndas behov av krediter. Finanskrisen 2008 och senast de statsfinansiella problemen har drivit banker till att bli mer restriktiva i sin utlåning vilket givetvis har influerat den generella värderingen och de stundtals hårda fall som en avtagande riskvilja har inneburit. PE-bolag har behövt anpassa sin verksamhet och har överlag både minskat sin belåningsgrad och förlängt löptiden på befintliga lån. Den åtstramade tillgängligheten på krediter reflekteras väl i den tilltagande volymen emissioner av High Yield obligationer som har ökat med 15 procent det senaste året.

En mer restriktiv kreditmarknad är självklart en faktor av betydelse, men beaktat de värden och flöden som kan hänföras

befintliga portföljinnehav är beroendet till trots begränsat. En studie genomförd av F&C Investments (Private Insight Issue 8) understryker att PE-bolag ofta är bland de första som drabbas vid en avtagande riskvilja, mycket på grund av tron om en generellt hög belåning. Enligt studien gäller dock antagandet om en högre belåning främst de större spelarna, då endast 24 procent av de medelstora aktörernas avkastning kan härledas till belåningen. Detta bör även ställas mot faktumet att det främst är nya transaktioner som driver en ökad belåningsgrad.

Ökad aktivitet på en lugnare marknad

Exitmarknaden var under våren fortsatt trögrörig, mycket på grund av det volatila marknadsklimatet och den låga riskviljan. Det oroliga marknadsklimatet bidrog till att säljare och köpare hade svårt att enas om ett pris, varför möjligheterna för bolagen att realisera goda investeringar har varit begränsade.

Riskviljan har sedan i maj tilltagit och affärsaktiviteten drevs under det andra kvartalet av flertalet större exits. Den ökade affärsaktiviteten har en normaliserande inverkan på marknaden, både för köpare och säljare och lossar något på ett tidigare högt investeringstryck även om nyanskaffat kapital fortsätter att växa. Möjligen bidrar den ökade riskviljan till ett andrum för att reglera de affärer som antingen skulle ha räknats hem tidigare i våras, alternativt tidigarelägga affärer i rädsla för en återkommande volatilitet.

Tilldela värden och insikt

Givet skillnaden mellan rabatterna på sekundärmarknaden och de för noterade PE-bolag bedömer vi att detta kan bidra till ett positivt tryck på PE-bolagen att genom en ökad affärsaktivitet överföra lite av det värdet till sina ägare. Samtidigt som PE-bolag genom sitt aktiva ägarskap bidrar till växande substansvärden biter sig rabatterna kvar på fortsatt relativt höga nivåer. De höga rabatterna är i sig en riskfaktor på sikt och bör innebära att bolagen fortsätter agera motverkande. Den stundande politiska hösten kan sannolikt resultera i en återkommande volatilitet på finansmarknaden, men givet tillväxtutsikterna för 2013 och 2014 parat med PE-bolagens förmåga att driva substansvärden även under tider av svag tillväxt, har man som långsiktig investerare fortfarande möjlighet att tillgodogöra sig både värdeskapande och goda diversifieringsegenskaper genom investeringar i noterade PE-fonder.



Bra läge i basmetaller för den tålmodige

- *Odramatisk oljeprisutveckling väntas*
- *Sommarrally i jordbruksprodukter, men betydligt lägre priser 2013*
- *Mycket talar för stigande platinapris*

Under våren och sommaren har råvarumarknaden bjudit på såväl kraftiga prisfall som starka uppgångar. Sedan slutet av juni har dock råvarumarknaden som helhet varit stigande. De huvudsakliga drivkrafterna bakom utvecklingen är främst färre makroekonomiska besvikelser relativt förväntansbilden än tidigare under året samt förhoppningar om ytterligare stödåtgärder i både USA, Europa och Kina. Det under sommaren generellt mer positiva klimat man kunde utläsa i aktiemarknaden gäller dock inte för råvaror då skillnaderna i utveckling mellan olika råvaror varit stor.

Oljeprisernas kraftiga rörelser är sannolikt över för denna gång. Efter mycket kraftiga prisfall under våren, från nära 130 dollar/fat (Brent) i början av mars till under 90 dollar/fat 21 juni, har oljepriserna åter stigit med besked för att i skrivande stund ligga på runt 115 dollar/fat, motsvarande en uppgång på cirka 30 procent. Den starka återhämtningen kan delvis tillskrivas ett mer optimistiskt makrosentiment, men även faktorer av mer fundamental karaktär har drivit på. Under våren präglades oljemarknaden av utbudsöverskott. Libyens oväntat snabba kapacitetsåterkomst efter att produktionen har legat nere under revolutionen är en bidragande orsak. Förebyggande saudiarabisk överproduktion för att kompensera bortfallet från Iran (inför embargot mot Iran som trädde i kraft 1 juli) är en annan. Ny kapacitet i Irak är ytterligare en orsak. Under årets tredje kvartal har överskottet sugits upp av säsongsmässigt högre konsumtion men även av produktionsstörningar (underhållsarbete) i Nordsjön i tillägg till den naturligt fallande produktionen.

Vår bedömning är att oljepriserna nu nått eller är nära slutet av den uppgång som inleddes i juni (med viss uppsiderisk i närtid) och att priserna under första halvåret 2013 faller tillbaka något. Himlen är dock inte fri från problemmoln och faktorer med potential att lyfta oljepriserna till nya höjder kvarstår. Orkansäsongen kan komma att störa marknaden de närmaste

månaderna. Spänningarna mellan Israel och Iran, där oron för ett militärt angrepp mot Iran (för att få landet att upphöra med sin utveckling av kärnvapen) ökar och oroligheterna i Syrien skulle kunna sprida sig.

Begränsad fallhöjd i aluminium och nickel

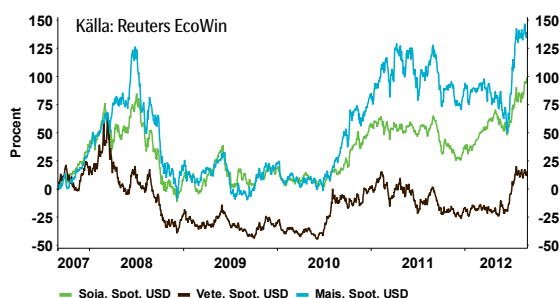
Basmetaller som grupp handlas för närvarande endast något över de lägsta nivåer som noterades under 2010. Då Kina står för cirka 40 procent av global konsumtion av basmetaller får en svagare tillväxt i landet effekt på priserna. Under sommaren har statistik i Kina i flera fall inte nått upp till förväntningarna, vilket i kombination med fortsatt stor osäkerhet kring utvecklingen i Europa hållit tillbaka prisutvecklingen. Flera metaller, däribland aluminium och nickel, ligger för närvarande på prisnivåer som inte täcker produktionskostnaderna. Detta reducerar risken för fallande priser och metallerna erbjuder därmed en attraktiv potential givet risken. Vi bedömer att för den långsiktige bör det vara ett bra läge att börja exponera sig mot basmetallmarknaden, inte minst med tanke på att stimulanser i någon form sannolikt dyker upp framöver. Samtidigt finns det dock en betydande risk för att uppgången inte tar fart förrän en bit in i 2013 då det troligtvis krävs en acceleration i den globala tillväxten och framför allt en stabilisering i kinesisk ekonomi innan uppgången tar fart. När detta sker, vilket det har potential att göra under 2013, finns möjlighet att priserna stiger ganska snabbt då de för närvarande är kraftigt nedtryckta.

Sommarrallyt över för jordbruksprodukter

Sommarens prisutveckling på jordbruksprodukter sticker ut, där kraftigt stigande majspriser drog igång rallyt. Lagren var låga under våren och marknaden räknade med att kommande skördar skulle förbättra situationen. USA, världens största majsexportör, drabbades istället av kraftig torka och allvarliga skador på skördarna, vilket lett till stora nedrevideringar av produktionsestimaten.

Globala majsлагren är nu de lägsta på 50 år. Då USA är världens största exportör spelar lagren där en viktig roll för prisutvecklingen och för närvarande ligger dessa på nivåer vi aldrig tidigare noterat. Priserallyt för majs har inte låtit vänta på sig och sedan början av juni har det stigit cirka 40 procent och ligger nu exceptionellt högt. Starka priskopplingar mellan spannmål har lett till att priserna på vete och soja har utvecklats starkt.

RALLY I JORDBRUKSPRODUKTER UNDER SOMMAREN



I grafen framgår det sommarrally vi haft i ett antal jordbruksråvaror. Vi kan se att prisuppgången avtagit och vi räknar med fallande priser på ett års sikt.

Majspriset har nu nått så höga nivåer att konsumenter och importörer skär ned på användningen och incitament för att plantera större arealer har ökat kraftigt, vilket gör att risken för fortsatt stora prisuppgångar är begränsad. Dessutom väntas den kinesiska majsskörden, som snart inleds, bli mycket god. Det är svårt att ha en stark uppfattning om prisutvecklingen på jordbruksprodukter under resterande delen av 2012 då turbulensen sannolikt håller i sig, men på ett års sikt räknar vi med betydligt lägre priser. Prisnedgångar på så mycket som 30-40 procent är inte osannolika. Väder och estimat om kommande skördar kommer att sätta agendan för när den fallande pristrenden inleds.

När tillväxten tar fart bör platina glimra mer än guld

Guldpriset har hållit emot väl under sommaren trots dollarstyrka och frånvaro av ytterligare likviditetsinjektioner. Aktörer på guldmarknaden verkar vara övertygade om att såväl den europeiska

som den amerikanska centralbanken kommer lansera kraftfulla åtgärder med potential att leda investerare till guld. Nuvarande miljö med låga realräntor och stabila investeringsnivåer i ETF:er (Exchange traded funds) med fysiskt guld som underliggande tillgång samt stor osäkerhet i det finansiella systemet, är en bra miljö för guldpriset och begränsar risken för prisfall. De kommande månaderna bedömer vi att sannolikheten för stigande guldpris överväger medan på lite längre sikt är det mer troligt med en prisnivå i paritet med dagens.

Utvinning av palladium och platina har länge dragits med underinvesteringar vilket ökat potentialen för kraftiga prisuppgångar när den globala tillväxten tar fart. Strejker i Sydafrikanska gruvor har gett priserna ytterligare bränsle den senaste tiden. Dessutom är den globala fordonsförsäljningen fortsatt relativt stark, vilket har betydande effekt på prisutvecklingen för platina då ungefär hälften av den globala konsumtionen av metallen används till katalytiska avgasrenare.

Global konjunktur driver råvarupriser

Både OECD-området och Emerging Markets växer för närvarande i långsammare takt än under inledningen av året vilket inte är bra signaler för råvarumarknader vars prisutveckling är starkt kopplad till konjunkturutvecklingen. Positivt är dock att både recessionsrisken i USA och nedsiderisken för OECD-konjunkturen har minskat. Vår bedömning om en något stigande global tillväxt under 2013 och ytterligare något starkare tillväxt under 2014 bör ge stöd åt råvarupriserna på sikt, inte minst givet att priser på flera råvaror i dagsläget är nedpressade. Som vi påminns om under sommaren är vådrets makter viktiga för prisutvecklingen för jordbruksprodukter.



BASMETALLER PÅ LÅGA NIVÅER

Som framgår i grafen till vänster handlas nu basmetaller i nivå med bottennoteringarna de senaste åren. Flera metaller prissätts nu klart under produktionskostnaden vilket begränsar risken för kraftiga prisfall samtidigt som uppsidepotentialen är attraktiv.



Valutaplacerare söker nu trygghet på andra håll

- *De stora reservvalutorna lockar mindre...*
- *... medan aptiten har ökat på mindre valutor i ekonomiskt starka länder*
- *Svenska kronan är på väg att få en ny och högre status*

De problem västvärldens stora ekonomier brottas med, såsom låg tillväxt och en nödvändig bantning av underskott och skulder, fortsätter att göra tydliga avtryck i valutamarknaden. Detta speglas i att globala kapitalförvaltare riktat blickarna mot alternativ till de etablerade stora reservvalutorna euro, amerikanska dollar, yen och brittiska pund (EUR, USD, JPY och GBP), och bland annat intresserat sig för de trygga dollarvalutorna i råvaruländerna Australien och Kanada (AUD och CAD). Eftersom dessa valutor är mindre likvida alternativ har de utsatts för ett konstant värdestegringstryck.

Även den svenska kronan (SEK) har tilldragit sig ett växande placerarintresse, varför kronan ihop med andra perifera och fundamentalt starka alternativ till de traditionella reservvalutorna har gått och blivit historiskt starka. Trots detta är det introligt att intresset ska avta under den närmaste tiden. Bland annat har ju riskapiten förbättrats sedan mitten av juni, vilket talar för ytterligare lite mer styrka för de perifera valutorna i länder med starka bytesbalanser liksom offentliga finanser.

Norska kronan stärks i vinter

Den norska kronan (NOK) har inte stärkts i takt med den svenska under de senaste månaderna, och torde heller inte göra det i början av hösten när Norges Bank rejält måste trappa upp köpen av utländsk valuta för den norska oljefondens räkning. Men bortom denna period stundar norska räntehöjningar, och av allt att döma förnyad styrka för NOK mot inte minst EUR. Vi räknar med ett test ned mot nivån 7,00 mot euron under det första halvåret 2013, och den norska kronan kan också stiga något i värde mot sin svenska granne.

I Schweiz fortsätter centralbanken att intervensera för att stabilisera kursen mellan EUR och francen (CHF) något över den

målsatta maxnivån 1,20. I Japan hotar Bank of Japan att vidta fler valutainterventioner om inte yenen börjar försvagas. Enligt vår prognos är bägge dessa valutor ordentligt övervärderade, och i första hand JPY kan på lite sikt komma att försvagats rejält mot bland andra USD.

GBP befinner sig i en helt annan valutasits. Den brittiska konkurrenskraften är dålig, det finns stora behov av att stötta landets export och det lutar åt att Bank of England (BoE) sätter ytterligare kvantitativa stimulanser i form av ett höjt tak för obligationsköpen, något som rimligen skulle vara negativt för valutan. Pundet har visserligen stärkts en bit till mot euron i sommar, men eftersom Storbritannien av flera skäl behöver en svag valuta kan ett ingripande från BoE mycket väl komma om GBP stärks oönskat mycket mot EUR.

Att välja mellan två dåliga ting

Valet mellan EUR och USD innebär ett val mellan två skamfilade världsvalutor. Det går alltså inte att helt utesluta att euron upphör att existera i dess nuvarande form, att ett eller flera länder lämnar euron. Samtidigt tycks omfattande stödåtgärder för euron vara på gång. Skulle Europeiska Centralbanken (ECB) inleda stora statsobligationsköp efter att Spanien och kanske Italien formellt ansökt om stödköp hos nödlånefonderna ESM/EFSF, då bör EUR tillfälligt stärkas.

Men när de initiala pluseffekterna på euron avklingat kvarstår en ekonomisk och finansiell verklighet präglad av betydande utmaningar och spänningar inom euro-samarbetet, och även behov av att unionsländerna närmar sig varandra bland annat när det gäller konkurrenskraft och finansiell stabilitet. I avsaknad av detta och utan en fulländad politisk union förblir euron mycket sårbar.

En blick på bytesbalansen för Euroland visar att denna fortsätter att förbättras, om än främst tack vare svag import och inte ökad export. Valutaunionen som helhet har således inget behov av extern finansiering, vilket är den enskilt tyngsta faktorn i eurons positiva vågskål - inte minst som USA fortsätter att dras med stora bytesbalansunderskott. Finansieringen av de amerikanska sparunderskotten har emellertid hittills inte medfört några problem, eftersom de inhemska utmaningarna

i Euroland (smärtsam statsskuldskrihantering och ett svårnavigerat politiskt landskap för att säkerställa eurons överlevnad) är avsevärt större än de i USA.

Om Federal Reserve lanserar QE3 (ytterligare obligationsköp) under det andra halvåret 2012 kan det i sig försvaga USD något. En lite större valutasvagheter skulle kunna emanera från oron över att "fiscal cliff" - automatiska budgettåstramningar under 2013 motsvarande cirka 4 procent av BNP, om politiker inte kommer överens om förlängda stimulanser - ska bli verklighet och särskilt i händelse av om valet den 6 november resulterar i att kongressen får en republikansk majoritet, samtidigt som Barack Obama blir omvald som president.

Dollarn riskerar med andra ord att vara sårbar under en del av det fjärde kvartalet i år, innan en politisk budgetlösning som begränsar åstramningen till någon procent av BNP - vårt huvudscenario - har nåtts framåt årets slut. Vår kristallkula visar en ganska stabil kursrelation mellan euron och dollarn på kort sikt - eventuellt kan euron stärkas något i höst - följd av en dollarförstärkning under perioden 2013-14, ned mot 1,15 i december 2014.

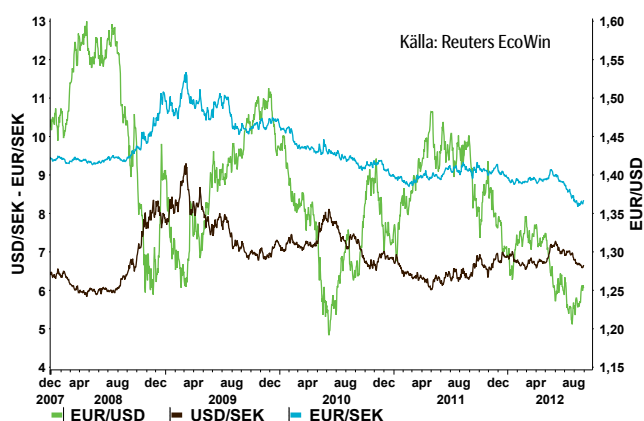
Valutor i Emerging Markets-sfären (EM) utvecklades starkt i somras när riskapiten i finansmarknaderna ökade. Argument som talar till dessa valutors fördel framöver är globala kapitalförvaltares jakt på fler trygga alternativ till de stora etablerade reservvalutorna, betydligt högre räntor i EM-länder än i OECD, och utsikterna till lite bättre EM-tillväxt. Bland hoten finns främst risken för bakslag i den europeiska skuldskrihanteringen, och en skarp budgettåstramning ("fiscal cliff") i USA. Vår grundprognos är försiktigt stigande kurser för EM-valutor det närmaste året.

Det finns aptit på svenska kronor

Det finns flera skäl till varför svenska kronan i valutamarknaden är på väg att prisas om till en något mindre konjunkturskänslig valuta:

1. Sveriges statsfinanser och bytesbalans är mycket starka i ett internationellt perspektiv.
2. Kronan blir ofrånkomligen en destination för internationellt kapital när trygghet rankas högre än avkastning.
3. Medan många centralbanker aktivt intervenerar för att begränsa uppskrivningstrycket på sina länders valutor har Riksbanken varit passiv. Att Riksbanken lät reporäntan ligga still i början av juli parallellt med att flera andra centralbanker tog stimulanssteg adderade styrka till kronan.
4. En överraskande hög tillväxt i Sverige under det andra kvartalet, är en spegling av god motståndskraft i ett kärvt internationellt konjunkturklimat.

Nycklarna för kronans utveckling framöver blir svenska makrodata och Riksbankens agerande. Kronan är nu rimligt värderad, och så här långt har kronförstärkningen varit acceptabel. Vår bedömning är att kronan mot euron har etablerat sig i ett nytt intervall på 8,00-8,40. Svenska aktörer är historiskt underviktade i kronor, varför det finns anledning tro att dessa blir kronköpare om denna försvagas till omkring 8,40 mot euron. Det finns också uppsiderisker för kronan mot euron, och handelsvägt torde kronan stärkas marginellt de närmaste åren. Aptiten på svenska kronor hos globala kapitalförvaltare torde dock bestå, särskilt då de problem som de stora reservvalutaländerna har, kvarstår under lång tid framöver.



STARKARE KRONA NÄR PLACERARE SÖKER ALTERNATIV TILL VANLIGA RESERVVALUTOR

Många perifera och fundamentalt starka valutor, däribland den svenska kronan, utveckling signalerar om en ökad efterfråga på alternativ till de mer etablerade och stora reservvalutorna där varken EUR eller USD idag uppfattas som attraktiv