



Investment Outlook

PRIVATE BANKING • INVESTMENT STRATEGY

En gryning kan skönjas

November 2012

S|E|B



Innehållsförteckning

Inledning	5
Sammanfattning	6
Makrosammanfattning	8
Portföljkommentar Moderna Investeringsprogram	10
Tema: Kinas ekonomi bromsar - och gasar	14
Tema: Guld glimmar när oron gör entré	18

TILLGÅNGSSLAGEN

Nordiska aktier	22
Globala aktier inklusive Landmodellen	24
Räntor	28
Hedgefonder	30
Fastigheter	32
Private Equity	34
Råvaror	36
Valutor	38

Denna rapport publicerades den 27 november 2012.

Rapportens innehåll baseras på information och analys tillgänglig före den 20 november 2012.

Hans Peterson

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

Helene Cronqvist

Equity Strategist
+46 8 788 62 52
helene.cronqvist@seb.se

Lars Gunnar Aspman

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

Jonas Evaldsson

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

Victor de Oliveira

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

Reine Kase

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

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.



En gryning kan skönjas

Bland problemfyllda politiska processer har konjunkturåterhämtningen fått stå i bakgrunden. Recessionsriskerna har minskat kraftigt och sannolikhet för att ljusare tider är på väg har ökat.

Diskussionen och investerares agerande i kapitalmarknaderna har de senaste åren till väldigt stor del styrts av krisfrågorna, eurons vara eller inte vara, industriländernas skuldsättning och riskerna för en hårdlandning i Kina. Detta har fört med sig ett generellt defensivt agerande. Placerare har sökt låg risk på olika sätt och i stort sett undvikit placeringar kopplade till ekonomisk tillväxt. En konsekvens av det är att priserna på stabila tillgångar har utvecklats mycket starkt och kanske därför inte kan ge samma goda avkastning framöver. Det kanske börjar bli dags att ifrågasätta och utmana dessa placeringar. En sådan utmaning kommer dock inte utan risk, trender har en förmåga att sträcka sig längre än man tror, och det tar tid för placerare att byta uppfattning och därmed vända trenden. Likväl bör frågan om de defensiva tillgångarnas nuvarande avkastningspotential ställas. Det kan vara dags att söka andra avkastningskällor.

Just nu pågår två extremt viktiga politiska processer globalt. USA:s hantering av sina statsfinanser och Kinas ledarskapskifte. Det intressanta är att just nu sker diskussionerna mot en kulliss av en fortlöpande återhämtning av konjunkturen. Vilket kan tala för att om "bara" politikerna gör sitt jobb hyggligt bra kan tillväxten stiga och ta kapitalmarknaderna med sig. Framför allt eftersom investerarnas inställning till kapitalmarknaderna till stora delar är fortsatt defensiv. Vi står inför en intressant period, och hoppet om ljusning finns.

Man kan i viss mån se kapitalmarknader som kommunicerade kärnl, kapital går in i en tillgång tills den är full, (dyr) och sedan gradvis rinner över till en annan som är tillgänglig, (billig). Mekanismen för att flytta kapitalet är att något fundamentalt händer. Det kanske är så att vi är så långt igenom skuldminskningen i delar av världen att de risker som drivit fram ett defensivt agerande inte är riktigt lika relevanta längre utan snarare hanterbara? Eurokrisen, privata skulderna i USA och konjunkturen i Kina är alla exempel på risker som om de blir

"vardag" och den relativt goda underliggande utvecklingen i USA och Kina istället blir huvudtemat, då kommer kapital gradvis att söka risk i syfte att öka avkastningsmöjligheterna.

I denna Investment Outlook lägger vi fokus på Kina, för ett resonemang om guldets som värdebevarare och introducerar en ny landmodell i vår globala aktiedel. Kina kommer att stå för en betydande del av tillväxten i världen även framledes. och är extremt intressant både ur aktie- och obligationssynpunkt.

Inflationsrisken väcker många spekulationer idag, inte minst för att centralbanker stimulerar med likviditet "trycker pengar" idag (att banksystemet i många länder krymper sina balansräkningar ännu mer kan man nog missa). Likafullt frågan lever, och guldprisuppgången är värd att resonera om.

Att placera pengar på aktiemarknader kommer att bli allt mer aktuellt om återhämtningen hamnar mer i fokus. Resan kommer fortfarande att vara kantad av finansiella risker, men möjligheterna finns och avkastning skapas på andra håll än i de traditionella industriländerna. Vi behöver en ansats för att närma oss de möjligheterna. Idag skapas nya värden i Mexiko, Turkiet, Indonesien och andra länder utanför det vanliga synfältet. Metoden för att lokalisera och filtrera dessa blev en kvantitativ landmodell. Vi har byggt den med utgångspunkt i aktiemarknaderna och inte i makroekonomin. Därmed fångar vi bättre upp exportörerna i olika marknader. Modellen kompletteras med kvalitativ fundamental makrobedömning innan den mynnar ut i rekommendationer eller blir underlag för portföljallokeringsbeslut.

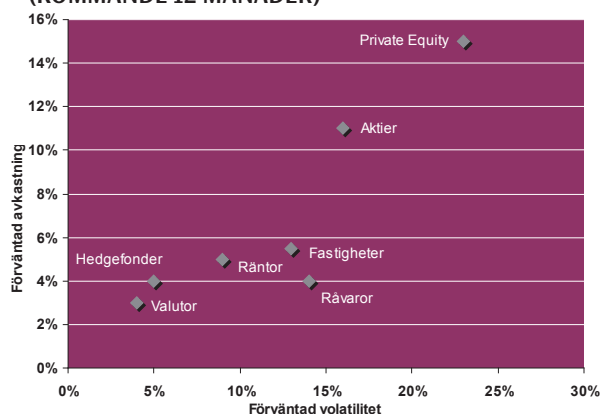
På sista raden är budskapet att världen går mot en period av sannolikt stigande tillväxt där recessionsriskerna har minskat kraftigt och där vi ser en sannolikhet för att placerare kommer att söka andra typer av placeringar; mer risk, mer aktier, gradvis och långsamt med medvetenhet om att det är fortfarande en problemvärld vi befinner oss i, men där en gryning kan skönjas....

HANS PETERSON
CIO Private Banking
and Global Head of Investment Strategy

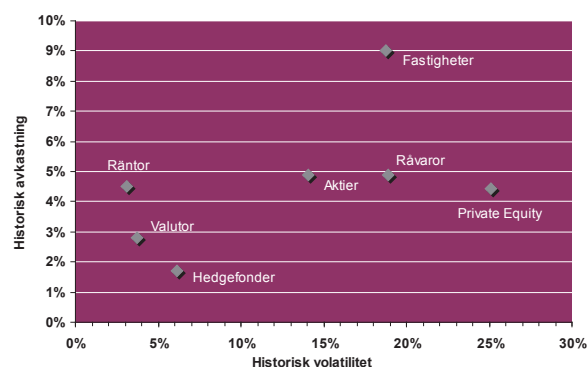
	Förväntningar* kommande 12 månader		*Prognoser är hämtade ur SEB House view och bygger på SEB:s makrosenario (se sidan 8)
	avkastning	risk	
Aktier ¹⁾	11%	16%	Kortsiktigt NEUTRALA - Konjunkturbilden har ljusnat men den största drivkraften bakom årets börsuppgång är förväntningarna på världens centralbanker. Långsiktigt POSITIVA - De marknader som fortfarande ser ut att ha störst potential är Emerging Markets och länder och regioner som växer av egen kraft. Egenskaper som stor inre marknad och frikoppling från problemområden premieras.
Räntor ²⁾	5%	9%	Federal Reserve och Europeiska Centralbanken har en längre tid tillfört likviditet via banksystemet och har beaktat den låga inflationsoron, ytterligare manövreringsutrymme till föfogande. Långsiktigt NEGATIVA till statsobligationer i OECD: Köp av statspapper och bostadsobligationer leder till lägre statsräntor vilka idag på flera håll befinner sig på historiskt låga nivåer. Stigande arbetslöshet och låga inflationsförväntningar stärker vår bedömning att svenska Riksbanken kommer att fortsätta räntesänkningarna i december och februari 2013. Långsiktigt POSITIVA till företagsobligationer: Den starka utvecklingen vi sett inom segmentet företagsobligationer lär sannolikt inte bibehålla samma styrka men intresset för obligationer utgivna av företag är här för att stanna.
Hedgefonder	4%	5%	Långsiktigt POSITIVA : Vi framhåller alltjämt att strategin Credit L/S och Relative Value hör hemma i en portfölj som absolutavkastande och diversifierande innehav. Vi förväntar oss en fortsatt svår miljö för tillgångsslaget eftersom vi ser att marknader kommer att fortsätta utvecklas i ett sicksackande mönster den närmaste framtiden.
Fastigheter ³⁾	5,5%	13%	Primärmarknader fortsatt attraktivt i en lågräntemiljö. Långsiktigt POSITIVA : Stora skillnader i avkastningstal mellan primär- och sekundärmarknader skapar intressanta investeringscase längre ut på riskskalan. REIT-marknaden fortsätter att utvecklas starkt under 2012.
Private Equity	15%	23%	Den starka utvecklingen i underliggande substansvärden har under hösten gett avtryck i priserna för noterad Private Equity. Långsiktigt POSITIVA : Risken för ett kortsiktigt fall har ökat i takt med den stigande värderingen, men en stiganande andel transaktioner tillsammans med stabila tillväxtförutsättningar talar för en fortsatt långsiktig stabil utveckling.
Råvaror ⁴⁾	4%	14%	Geopolitiska risker med potential att kraftigt lyfta oljepriser kvarstår men både priser på olja och ädelmetaller väntas ligga runt aktuell nivå även om ett år. NEUTRALA/POSITIVA : En uppväxling av tillväxten i Kina är en förutsättning för stigande priser på basmetaller. Vi bedömer detta som troligt och räknar med cirka 10 procents högre basmetallpriser om ett år. NEGATIVA till spannmål. Priserna är alltjämt för höga och givet att inga extrema väderförhållanden stör bilden bör priserna falla.
Valutor ⁵⁾	3%	4%	Långsiktigt POSITIVA till valutor i ekonomier med starka ekonomiska fundamenta. Låg värdering och ihållande ränte- och tillväxtskillnader mellan EM och OECD talar alltjämt till EM-valutornas fördel.

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.

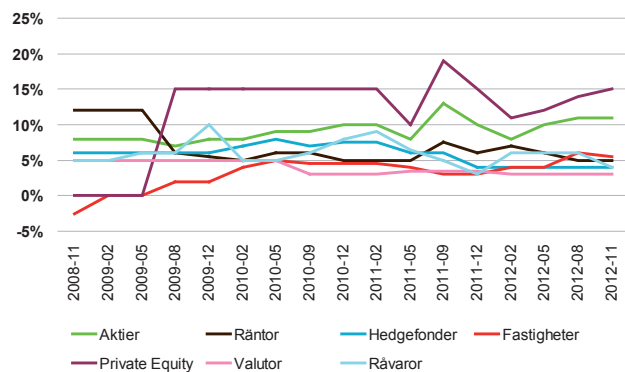
VÅR FÖRVÄNTADE AVKASTNING OCH RISK (KOMMANDE 12 MÅNADER)



HISTORISK AVKASTNING OCH RISK (2002-10-31 TILL 2012-10-31)



FÖRÄNDRINGAR I VÅR FÖRVÄNTADE AVKASTNING

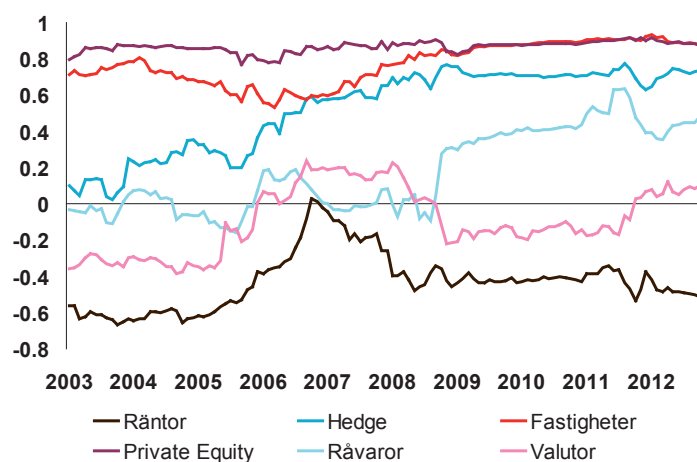


HISTORISK KORRELATION (2002-10-31 TILL 2012-10-31)

	Aktier	Råntor	Hedge	Fastigheter	Private Equity	Råvaror	Valutor
Aktier	1,00						
Råntor	-0,42	1,00					
Hedge	0,63	-0,30	1,00				
Fastigheter	0,83	-0,20	0,56	1,00			
Private Equity	0,86	-0,33	0,68	0,88	1,00		
Råvaror	0,30	-0,19	0,68	0,30	0,41	1,00	
Valutor	-0,09	0,22	0,18	-0,07	-0,01	0,08	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,
 Råntor = 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.



På tröskeln till lite bättre global konjunktur

- *En tids avtagande tillväxttakt i världen...*
- *... ser nu ut att följas av en långsam uppväxling*
- *Risker finns, dock äventyras inte bedömningen om ljusare ekonomisk framtid*

Delar av världsekonomin - inte minst Europa och Japan - har försvagats under de senaste månaderna, men en global stabilisering tycks nu vara på gång. På flera håll har ledande indikatorer förstärkts som ett resultat av bland annat de centralbanksinsatser som annonserats och sju satts sedan halvårsskiftet. I USA har hushållen sänkt sina skulder betydligt och husmarknaden anträt en mer varaktig återhämtning, medan aktuella indikatorer i Kina förebådar en uppväxlad tillväxt i vinter. Dessutom skapar lägre inflation ökad köpkraft i främst många Emerging Markets-ekonomier (EM), och bäddar även för en mer stimulerande ekonomisk politik.

I Euroland har lånekostnaderna för Spanien och Italien sänkts tack vare i första hand Europeiska Centralbankens (ECB:s) agerande, och obalanserna beträffande konkurrenskraft, statsfinanser och utrikeshandel har mildrats. Men alltjämt återstår stora utmaningar och risker på såväl kort som lång sikt. Högre arbetslöshet och en bredare konjunkturavmattning som nu inkluderar även Tyskland, är något som kastar grus i det politiska maskineri som försöker stabilisera och på sikt trygga valutunionens överlevnad. På kort sikt utgör finanspolitiken i USA ett konjunktorellt orosmoln.

Lite ljusare utsikter för USA:s ekonomi

BNP-tillväxten i USA växlade upp till 2 procent tredje kvartalet, när bostadsmarknaden visade tydligare tecken på en varaktig återhämtning, och högre huspriser gynnade privatkonsumtionen. När det gäller finanspolitiken torde "Fiscal Cliff" - automatiska budgetåtgärder på cirka 600 mdr USD (4% av BNP) - kunna undvikas. Men en del budgetskärpningar genomförs ändå. Det ökar finanspolitikens motvind, som spås motsvara 1,5 procent av BNP nästa år. Det finns likväl skäl att nu se lite ljusare på USA:s konjunkturutsikter än för några månader sedan. BNP bedöms växa drygt 2 procent i år, 2,5 procent 2013 och 2,5 - 3,0 procent 2014. Federal Reserves (Feds) sju sätande av QE3 (köp av bostadsobligationer) i september visar att centralbanken fäs-

ter större vikt vid arbetsmarknaden, och mindre vid inflationen. Ytterligare statsobligationsköp (QE4) liksom nollränta under lång tid framöver finns i Feds planer.

BNP-fall - men mindre akut finanskris i Euroland

Indikatorer för Euroland pekar mot en sjunkande ekonomisk aktivitet ett tag till. Hushållen pressas av stigande arbetslöshet liksom åtstramningsåtgärder, och osäkerheten kring unionens fortlevnad hämmar företagens investeringar. BNP bedöms falla 0,5 procent i år, stagnera 2013 och växa knappt 1 procent 2014. Den statsfinansiella krisen har dock blivit något mindre akut sedan ECB i början av hösten införde programmet för statsobligationsköp, OMT (Outright Monetary Transactions). Programmet har ännu inte använts, men likväl pressat ned räntekostnaderna för krisländerna. ECB är nu i vänteläge, och styrräntan torde förbli 0,75 procent de närmaste åren. Men även om utsikterna för unionen har förbättrats - steg i riktning mot en bankunion har också tagits - är det fortfarande osäkert om euro-samarbetet överlever i dess nuvarande form.

OS i London dopade brittisk tillväxt

Brittiska BNP-tillväxten låg visserligen i Europatopp det tredje kvartalet, men orsaken var inte minst positiva effekter från de olympiska spelen i London. Den åtstramande finanspolitiken ligger fast, något som ihop med svag exportefterfrågan - nästan hälften av exporten är ämnad för Euroland - hämmar den underliggande återhämtningen. BNP spås stagnera i år, öka omkring 1,5 procent både 2013 och 2014. Bank of England (BoE) har i höst tagit en paus, vilken i vår torde följas av ökade obligationsköp alternativt åtgärder för att öka tillgången på krediter. Styrräntan lämnas däremot kvar på 0,5 procent en längre tid.

Tyskland bromsar Norden

Nordens ekonomier påverkas nu i betydande grad av svackan i världskonjunkturen i allmänhet och av den tyska avmattningen i synnerhet. Ekonomierna i Sverige, Finland och Danmark stagnerar för närvarande. Också norsk ekonomi har bromsat in, men har likväl kvar en god expansionstakt. Vår kristallkula visar en beskedlig nordisk återhämtning i linje med omvärldens. Svensk ekonomi stöttas av både penning- och finanspolitiken, och Norges konjunktur förblir starkare än övriga nordiska länders. Nordens BNP växer knappt 1,5 procent i år, drygt 1,5 procent 2013 och drygt 2 procent 2014.

Japans ekonomiska motor hackar betänkligt

BNP i Japan torde sjunka det andra halvåret 2012 bland annat beroende på ett fall för exporten till Kina. Ekonomin hackar således betänkligt efter uppsvinget i våras. Svaga konjunkturutsikter och fortsatt deflation öppnar för nya stimulanser från Bank of Japan i form av främst värdepappersköp. Oron tilltar, och saneringen av de offentliga finanserna förefaller avlägsen. Landets kreditbetyg är därför hotat. Japans BNP spås växa knappt 2 procent i år, cirka 1 procent nästa år, och knappt 1,5 procent 2014.

EM-ekonomierna i Asien åker lätt ifrån övriga

Tillväxten i många asiatiska EM-ekonomier växlade ned det tredje kvartalet, men takten var ändå avsevärt snabbare än i USA och Europa, och god inhemsk efterfrågan ger fin draghjälp 2013. Inflationen väntas stiga något på kort sikt till följd av dyrare livsmedel. Inflationstrycket i Asien är dock generellt lågt. Någon betydande omläggning av penningpolitiken väntar inte 2013, även om styrräntor kan börja höjas i flera länder mot slutet av nästa år.

Trots inbromsningen de senaste kvartalen har risken för en hårdlandning i Kina minskat att döma av höstens oväntat starka konjunkturdata. BNP spås växa drygt 7,5 procent i år, cirka 8 procent 2013 och drygt 7,5 procent 2014. Den ekonomisk-politiska responsen på konjunkturrens försvagning har hittills varit begränsad på grund av bland annat skiftet i politiskt ledarskap.

Indiens ekonomi har fortsatt utvecklas ganska svagt, men det finns tecken på stabilisering. BNP:s tillväxt växlade upp lite det tredje kvartalet, och aktuella näringslivsenkäter förespeglar en stundande förbättring. BNP väntas öka 5,5 procent 2012, 6 procent 2013 och drygt 6 procent 2014. Inflationen är nu önskat hög varför utrymmet för räntesänkningar för stunden är synnerligen snävt. Lägre inflation i Indien nästa år bäddar dock för en nedtrappning av styrräntan i några steg.

Från ned- till uppväxling i Latinamerika

Latinamerika har under två år präglats av avtagande tillväxt, och 2012 ser regionens BNP ut att öka med beskedliga drygt 3 procent. Tack vare en acceleration i några tongivande ekonomier,

däribland Argentina, Brasilien och Chile, torde tillväxten bli kring eller lite över 4 procent nästa år, och troligen ännu något högre 2014. I år och nästa år planar inflationen ut på cirka 6 procent, medan underskottet i Latinamerikas offentliga finanser sjunker en bit. Den totala offentliga skulden i regionen ligger kvar kring 33-34 procent av BNP 2013, en nivå som politikerna i flertalet OECD-länder borde vara avundsjuka på.

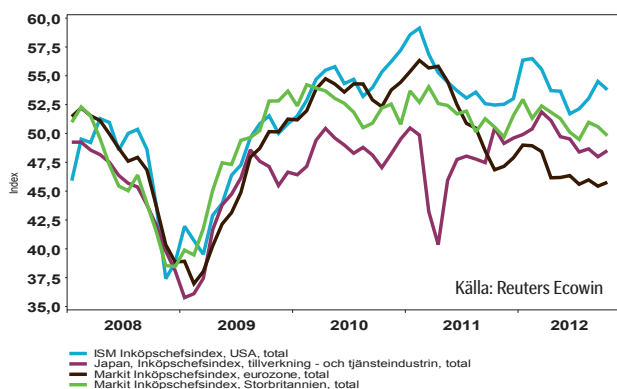
Olika förutsättningar för ekonomierna i Öst

Östeuropas ekonomiska "tungviktare" Ryssland och Polen påverkas nu av världsekonomin avmattning, men tack vare litet exportberoende och ganska goda offentliga finanser har de stått emot eurokrisen bättre än de flesta länder i Öst. Skillnaden är stor inte minst jämfört med de centrala och södra delarna av regionen, där exempelvis Tjeckien, Ungern, Kroatien och Slovenien präglas av svag konjunktur. Vår kristallkula visar att Polen och Ryssland har bra förutsättningar för hygglig tillväxt, medan inflationsutsikterna skiljer sig åt. Högre rysk inflation får centralbanken i Moskva att fortsätta höja styrräntan, samtidigt som den polska inflationen bedarrar allt mer, vilket där ger utrymme för sänkt styrränta.

Fortsatt god inhemsk efterfrågan håller uppe tillväxten i Baltikum, när exporten endast repar sig långsamt. Inflationen förblir låg i Lettland och Litauen, högre i Estland. Bytesbalansunderskotten ökar i Lettland och även i Litauen, som också noterar lite större underskott i budgeten. Estland och Lettland visar däremot alltjämt små negativa siffror i sina offentliga finanser. Lettland ser ut att kunna ansluta till euron 2014 enligt landets plan.

Världsekonomin i begrepp att gradvis öka farten

Efter fjolårets notering på knappt 4 procent spås globala BNP (köpkraftsparitetsjusterat) växa med närmare 3,5 procent i år, knappt 4 procent 2013 och drygt 4 procent 2014. Med tillväxttal på 5-6 procent årligen håller EM-sfären lätt undan för OECD-området, vilket bedöms växa med 1,5-2 procent per år. I vårt scenario är världsekonomin inbromsning till ända mot slutet av 2012, för att följas av en gradvis konjunkturförstärkning.



KONJUNKTUREN I USA OCH EUROPA SPRETAR NU ISÄR

Under konjunkturaset 2008 och återhämtningen 2009 följdes de stora OECD-länderna nära åt. Sedan ett par år tillbaka gäller dock ett annat mönster med klart bättre ekonomisk puls i USA och - delvis - i Storbritannien, jämfört med i svagheten i Europa och Japan. Dessa skillnader speglas väl i våra BNP-prognoser för 2013.



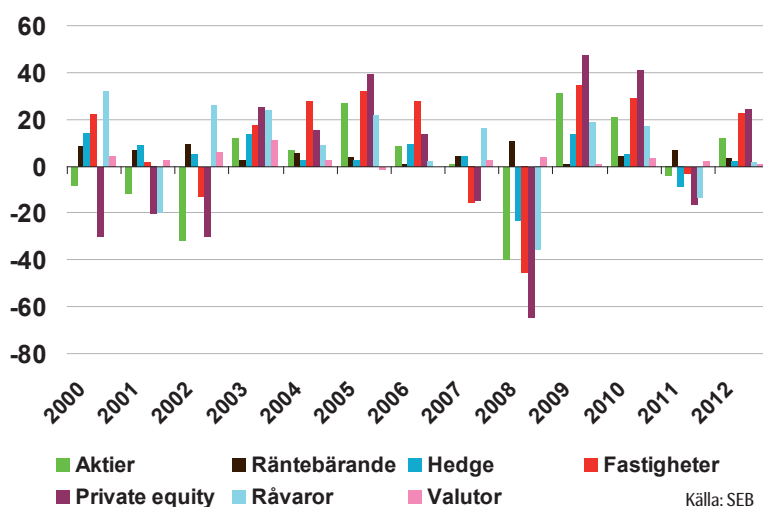
Gradvis mer fokus på fundamenta

I Moderna Investeringsprogrammen har vi över en längre tid haft en återhållsam hållning till risk, huvudsakligen för att politiska utspel, framför allt i Europa, varit den största marknadsdrivkraften vilket medfört låg visibilitet. Fokus har legat på sund riskhållning snarare än att jaga de sista procenten i avkastning.

Vår inställning till riskhållning har inte ändrats. Vi räknar fortsatt med att händelser på den politiska arenan kommer påverka finansmarknaderna, men som vi skrev i förra Investment Outlook (utgiven 11 september 2012) spår vi att marknadens aktörer gradvis släpper de politiska frågorna och fokuserar mer på fundamenta. Samtidigt tvingar de låga räntenivåerna kapital att söka sig till mer riskfyllda tillgångar för att hålla sig i par med inflationen.

I Modern Growth har vi ökat upp aktieandelen för att närma oss portföljernas mer långsiktiga avkastningsmål, och samtidigt minskat durationsrisken i ränteportföljen. Även i Modern Aggressive har aktieandelen ökats. I båda portföljerna har vi samtidigt gjort förvaltarrokkader för att förbättra alfapotentialen. I Modern Protection har vi investerat kassa i Leveraged Loans och High Yield samt kompletterat Absolute Return-förvaltarna med ett lågriskmandat.

DE OLIKA TILLGÅNGSSLAGENS UTVECKLING SEDAN 2000



Avkastningen för 2012 är fram till 31 oktober. 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.

Källa: SEB

MODERN PROTECTION

Kreditspreadar har sjunkit stadigt under andra halvåret och har gett bra skjuts till både företagsobligationer med hög kreditvärdighet (Investment Grade) och dito med låg kreditvärdighet (High Yield) generellt. Vår utsikt är att statsräntor kommer att stiga något, men de stora output-gapen och den höga arbetslösheten i väst, parat med centralbankers interventioner såsom Operation Twist, lär hålla statsräntor på låga nivåer. Det gör att kapital mer eller mindre tvingas söka sig till mer riskfyllda tillgångar för att hålla sig i par med inflationen.

När räntenivåerna är låga i absoluta tal blir risken för negativ avkastning större när räntor stiger. För att illustrera detta tar vi ett enkelt räkneexempel.

En 5-årig obligation kostar 100 och ger en kupong på 5, vilket innebär att ränterisken (durationen) är cirka 4,3 procent. Det betyder att om räntan stiger med 1 procentenhet faller obligationens pris med 4,3. Samtidigt får vi kupongen på 5, vilket innebär att just det året blir nettoavkastningen 0,7 ($100 - 4,3 + 5 = 100,7$).

Om vi istället antar att obligationen har en kupong på 2, ger en omräkning att durationen är cirka 4,7 procent, vilket innebär att ränterisken är något högre. En 1-procentig räntestegring innebär att priset sjunker från 100 till 95,3. Även om vi tar hänsyn till kupongen blir nettoavkastningen för det året -2,7 ($100 - 4,7 + 2 = 97,3$), det vill säga negativ.

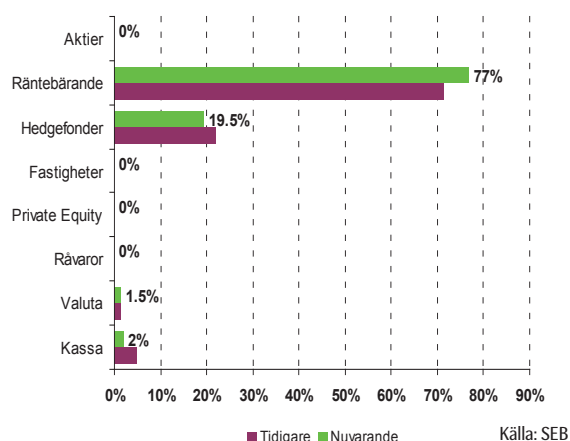
Räkneexemplet är inte helt rättvisande när det kommer till företagsobligationer eftersom de har en kreditkomponent som tenderar att gå i motsatt riktning och bör kompensera för stigande räntor, men det illustrerar att ränterisken spelar en större roll i den totala riskbilden när nivåerna i absoluta tal är låga.

I Modern Protection har vi inte gjort några större förändringar, utan fortsätter att fokusera på investeringar med låg ränterisk. Inom Investment Grade-segmentet (5 procent av portföljen) investerar vi endast i BlueBay Investment Grade Libor som tar bort duration genom att använda sig av kreditderivat. High Yield-exponeringen, som vi viktat upp till 12 procent från tidigare 8, är huvudsakligen i Leveraged Loans samt Short Duration High Yield.

Cirka en tredjedel av portföljen är investerad i Absolute Return-förvaltare som har fria mandat och full flexibilitet att utnyttja förändringar i räntekurvan och på så sätt hålla en ränteriskneutral exponering. Här har vi kompletterat med en ny förvaltare som har lägre risk jämfört med de övriga Absolute Return-förvaltarna, men som över tid bör kunna skapa 1-2 procent bättre avkastning än riskfria räntan. Det gör att risken från Absolute Return som helhet sänks, och kompenserar för den ökade risken från High Yield.

Sammantaget är portföljen väl positionerad inom sitt riskmandat och bör kunna ge god avkastning även framöver.

VIKTER MODERN PROTECTION



MODERN GROWTH

Som vi nämnt tidigare har ett genomgående tema de senaste åren varit att hitta stabila avkastningsströmmar, där riskskalan går från Investment Grade och High Yield till aktier med hög direktavkastning. Vi har i portföljen valt att ha High Yield som huvudsaklig exponering mot temat på grund av dess attraktiva riskjusterade avkastning och löpande ränta på 6-7 procent.

Knappt 30 procent av portföljen har under året bestått av High Yield-obligationer vilket gynnats signifikant av krympande kreditspreadar. Denna kreditspreadkontraktion gör att vi framöver inte räknar med lika stark avkastning från High Yield som hittills under innevarande år, men 6-7 procent är en rimlig prognos. Samtidigt anser vi att riskerna på aktiemarknaden minskat bland annat tack vare Europeiska Centralbankens (ECB) åtaganden och en gradvis frikoppling till politik. Vi har därför successivt under innevarande kvartal ökat upp aktieandelen för att närma oss portföljens långsiktiga avkastningsmål om 7-8 procent.

Aktieandelen uppgår nu till 28 procent, upp från tidigare 17, och uppviktningen har fördelats mellan Emerging Markets-aktier (+6 procent), globala aktier (+4,5 procent) och Norden (+0,5 procent). För att inte vara överexponerad mot "yield"-temat investerar vi inom tillgångslaget aktier i förvaltare som söker efter hög tillväxt- och avkastningspotential snarare än direktavkastning.

För att dämpa portföljens totalrisk har vi samtidigt i ränteportföljen minskat durationsrisken (räntekänsligheten) genom att byta ut 4 procent av High Yield till 2 procent Short Duration High Yield och 2 procent Leveraged Loans.

Vi har också gjort förvaltarroader inom råvaror såväl som inom aktier, men går mer in i detalj kring dessa i Modern Aggressive där vi gjort samma förändringar. Istället fokuserar vi här på vad omallokeringen innebär mer konkret i termer av förväntad avkastning och risk.

MODERN GROWTH FORTS.

Med nuvarande vikter och våra prognoser för respektive tillgångsslag har portföljen en förväntad avkastning på 6,7 procent till en risk (volatilitet) på 8 procent. I Tabell 1 har vi analyserat hur mycket varje tillgångsslag bidrar till portföljens förväntade avkastning och risk. Siffrorna är grova och bör endast ses som en indikation på var portföljens huvudsakliga risker ligger. Till exempel High Yield, som uppgår till 27 procent av portföljen, står för 27 procent av den förväntade avkastningen och 31 procent av portföljens risk.

Mer noterbart är att aktier, som uppgår till cirka 28 procent av totala portföljen, står för över hälften av portföljens förväntade avkastning (51%) och risk (57%). Det innebär att vi förlitar oss mer på aktiemarknaden som avkastningsmotor än tidigare, men också att tillgångsslaget kommer stå för nästan 60 procent av portföljens svängningar. 60 procent kanske låter mycket, men är i sammanhanget fullt rimligt med tanke på portföljens mål om en avkastning om 7-8 procent på längre sikt.

Analysen visar också att för att få en mer balanserad riskbild kan EM Debt ökas upp relativt de andra tillgångsslagen. En ökning av

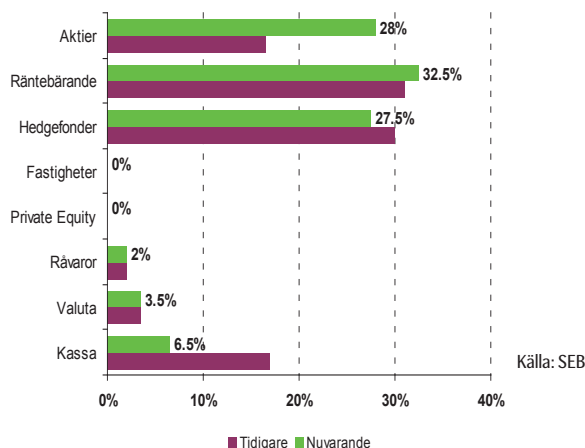
EM Debt innebär dock en indirekt exponering mot ett positivt globalt konjunktursscenario, varför vi avvaktar med en ökning och nöjer oss med uppviktningen i aktier. För närvarande har vi en försiktig syn på råvaror som helhet varför vi inte heller vill öka råvaruandelen i portföljen.

Från tabellen kan vi också avläsa att hedgeportföljen bidrar med 17 procent till förväntad avkastning men står för modesta 9 procent av portföljens risk. Denna attraktiva egenskap, att den bidrar med mer avkastning än risk den medför, kommer från att dess avkastning är tämligen okorrelerad med de övriga tillgångsslagen i portföljen.

Hedgeportföljen har dock under innevarande år, liksom föregående år, stampat kring 0-strecket och inte nått upp till våra förväntningar. Vi har därför påbörjat en omfattande omstruktureringsanalys, vars resultat ännu inte är klart, men som lär mynna ut i en mer koncentrerad hedgefondsportfölj och eventuellt mindre tonvikt på CTA. Analysen visar också att valutor kan ökas. Vi föredrar dock att ta denna exponering mer genom EM Debt generellt i så fall.

	Portföljvikt	Förväntad avkastning		Förväntad risk	
		bidrag	%	bidrag	%
Aktier globalt	17%	1,8	27	2,3	29
Aktier EM	10%	1,4	20	1,8	23
Aktier nordiska	2%	0,2	3	0,3	4
EM Debt	2%	0,3	4	0,2	2
High Yield	27%	1,8	27	2,5	31
Råvaror	2%	-0,1	-1	0,2	2
Valutor	4%	0,1	2	0,0	0
Hedge	28%	1,1	17	0,7	9
Kassa	9%	0	0	0,0	0
	100%	6,7	100%	8,0	100%

Tabell 1: Den första kolumnen visar respektive tillgångsslags vikt i portföljen. Kolumn 2 visar hur många procentenheter varje tillgångsslag bidrar till totalportföljens förväntade avkastning och kolumn 3 uttrycker den i procent. Kolumn 4 visar hur många procentenheter varje tillgångsslag bidrar med till totalportföljens risk (volatilitet) och kolumn 5 räknar om den i procent.

VIKTER MODERN GROWTH

MODERN AGGRESSIVE

Modern Aggressives långsiktiga mål om en avkastning som överträffar aktiemarknadens över en konjunkturcykel gör att aktier får en klart större roll som avkastningsmotor. I likhet med Modern Growth har vi under innevarande kvartal gradvis ökat andelen aktier, från 38,5 procent till 46,5 procent. De 8 procentenheter har fördelats på globala aktier (2 procentenheter) och Emerging Markets (6 procentenheter). Inom Emerging Markets lägger vi mer tonvikt på Asien, som utgör knappa 7 procent av portföljen.

Vi har även gjort en del förvaltarförändringar. Inom globala aktier har vi koncentrerat portföljen från tidigare fyra ner till två förvaltare, JO Hambro Global Select och Treetop Global Opportunities. Båda förvaltare fokuserar på aktier med potential till hög vinststillväxt, vilket medfört att förvaltarna haft svårt i längre perioder under 2011 och 2012 där kapital framför allt sökt sig till defensiva aktier med hög direktavkastning. Å andra sidan har förvaltarna gått starkt under perioder där marknaden fokuserat mer på fundamentala bolagsvärderingar och bättre riskvilja såsom under tredje kvartalet. Vi har inte sett samma "uppsving" i mer positiva marknadsmiljöer hos Labrusca som vi nu valt att lämna. Odey Allegra International har en strukturellt önskad exponering mot Europa – vi föredrar att själva kunna styra exponeringen mot specifika regioner.

Emerging Markets-portföljen består alltså av fyrklövern Carmignac Emergents, Eaton Vance Emerging Markets, JO Hambro Emerging Markets samt William Blair Emerging Leaders. Avkastningen skiljer sig signifikant mellan förvaltarna på grund av dess olika förvaltningsstilar, men i princip alla har gått bättre än MSCI Emerging Markets index under året.

Den asiatiska aktieexponeringen består av T Rowe Price Asian ex Japan, Coupland Cardiff Asia Alpha och China AMC – China Opportunities. Den förstnämnda har en snävare

förhållning till index men har över tid gått bättre än jämförelseindex, och fungerar som en bra bas i Asienportföljen. De övriga två har flexibla mandat med flera tematiska inriktningar, till exempel asiatisk konsumtion, och tillsammans har de stor potential till stark överavkastning.

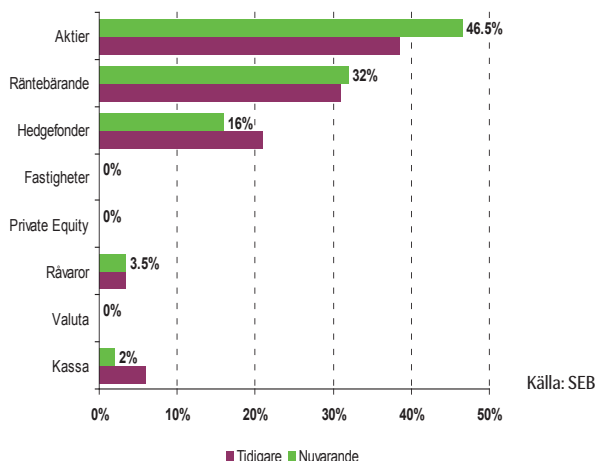
Råvaruexponeringen ligger oförändrad på 3,5 procent. Även här har vi bytt förvaltare, från Schroder Commodities och Vontobel Belvista Commodities till Threadneedle Enhanced Commodities. Denna förvaltare utnyttjar, liksom de två tidigare, råvarornas terminkurvatur för att få "billigast" exponering mot den specifika råvaran, men har också en mer "indexfri" förvaltning som ger ännu högre potential till avkastning över råvaruindex.

Ränteportföljen har hittills i år stigit lika mycket som globala aktier generellt (+12 procent), och står för cirka 45 procent av hela portföljens totalavkastning. Till skillnad från Modern Growth behåller vi hela exponeringen mot High Yield med "normal" duration för att behålla den mer aggressiva profilen, och ränteblocket består fortsatt av 23 procent High Yield och 9 procent EM Debt.

Liksom för Modern Growth genomför vi en omfattande analys av hedgeportföljen för att förbättra avkastningspotentialen. Arbetet är ännu ej klart, men förmodligen mynnar det ut i en mer aggressiv portfölj som passar bättre in i Modern Aggressives riskmandat. Som första steg har vi påbörjat processen att byta ut några CTA-förvaltare. Vi har även minskat allokeringen till hedge med cirka 5 procent (omallokerat till aktier).

Efter omviktningarna har portföljen en förväntad avkastning på drygt 8,5 procent till en risk (volatilitet) på 11 procent. Av naturliga skäl är känsligheten för den globala konjunkturutvecklingen större, men givet lägre systemrisk och vårt huvudscenario om en växande global ekonomi (om än i långsam takt), anser vi den vara befogad.

VIKTER MODERN AGGRESSIVE





Kinas ekonomi bromsar - och gasar

- *Perioden med gradvis högre tillväxt är till ända*
- *Trendmässigt lägre tillväxt i landet*
- *Ett minicykliskt uppsving kan gagna den kinesiska börsen*

Sedan sju kvartal tillbaka har den kinesiska ekonomin bromsat in, och farttappet accentuerades förra hösten. Tredje kvartalet i år växlade ökningen i BNP (bruttonationalprodukten) ned till 7,4 procent, att jämföra med 7,6 procent kvartalet innan. Oron för fortsatt inbromsning och en kinesisk konjunkturrell hårdlandning har satt flera spår i globala makroprognoser liksom i de finansiella marknaderna. Detta fick börsen i Kina att falla brant under sommaren samtidigt som flertalet andra nationella aktiemarknader steg.

Flera orsaker bakom tillväxttapp

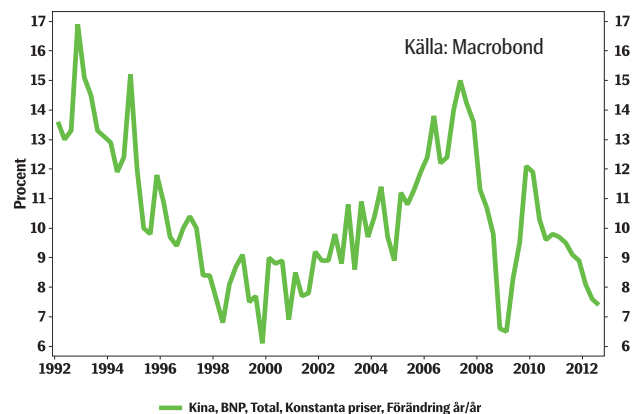
Den nedväxlade ekonomiska tillväxten i Kina sedan 2010 har både cykliska och strukturella orsaker. Cyklisk motvind har blåst upp när 1) exporten drabbats i samband med att stora OECD-ekonomier genomgått en konsolideringsperiod präglad av budgettätstramning och minskad skuldsättning, recessions-EU är för övrigt Kinas största exportmarknad, 2) husmarknaden i Kina försvagats i spåren av stora osålda stockar av hus, 3) kinesiska företag sett ökade behov av att trimma sina lager, 4) vinsttillväxten i Kina mattats, och 5) investeringskonjunkturen i landet tappat kraft.

Vid finans- och konjunkturkrisen 2008-2009 hade Kina ett stort "output gap" (gott om ledig produktionskapacitet), avtagande tillväxt och tydligt fallande inflation, vilket grundade för en stor dos ekonomisk-politisk stimulans, som fick ekonomin att snabbt accelerera framåt igen. Nu är output gapet klart mindre - i sig ett kvitto på att den tidigare krispolitiken varit lyckosam - inflationen åter högre, och den finanspolitiska handlingskraften hämmad av den nu pågående politiska transformationen.

Fyra megatrender förklarar tillväxtundret

Det kinesiska tillväxtundret under de senaste decennierna kan härledas till fyra megatrender/strukturella faktorer; industrialisering, modernisering, urbanisering och globalisering. Dessa

KINA PÅ VÄG ATT LÄMNA TVÄSIFFRIG BNP-TILLVÄXT



Under det nya millenniets första decennium var BNP-tillväxten i snitt över 10 procent. Av flera strukturella skäl kommer trendtillväxten successivt att växla ned under de kommande decennierna. På kort sikt - cykliskt - stundar dock ett konjunkturrellt uppsving i Kina.

har i sin tur fått näring från olika reformer i jordbruket och i den statliga företagssektorn. Bakom den exportledda tillväxten ligger också Kinas medlemskap i Världshandelsorganisationen WTO år 2000. Utgångspunkten för Kina - gott om arbetskraft, högt sparande och låg ekonomisk utvecklingsnivå - var dessutom gynnsam. Dessa strukturella faktorer har emellertid gradvis blivit mindre kraftfulla, speglar i att Kinas årliga BNP-tillväxt i snitt växlat ned från 11,7 procent 2004-2007, till 9,9 procent 2008-2011, och till knappt 8 procent 2012-2014 (SEB:s prognos).

De viktigaste ingredienserna för ekonomisk tillväxt utgörs av produktionsfaktorerna arbetskraft/humankapital, realkapital samt produktivitet, som är ny teknik, vilken möjliggör ökad produktion per arbetad timma.

Produktionsfaktorn arbetskraft

Riklig tillgång till arbetskraft har varit en viktig drivkraft bakom Kinas tillväxtframgångar under de senaste decennierna och då inte minst urbaniseringen, det vill säga lemeltåget av människor från landsbygden till kustregionerna. Sedan 1995 har kustbefolkningen varje år vuxit med cirka 20 miljoner, varav 2/3

varit inflyttad arbetskraft från landsbygden. Denna process bedöms av Världsbanken i sig ha bidragit till 1 procentenhet av den kinesiska BNP-tillväxten varje år sedan dess.

Att döma av den inbromsning av lemeltåget som nu förmärks, ser kustbefolkningens tillväxt ut att växla ned till i storleksordningen 13-15 miljoner per år under den närmaste femårsperioden. Det är dock inte primärt minskad tillgång till arbetskraft på landsbygden - vilken nu står för 30 procent av den totala sysselsättningen i Kina - som ligger bakom, utan istället de svagare efterfrågeförhållandena i spåren av en lägre ekonomisk tillväxt i landet.

Produktionsfaktorn realkapital

Investeringsarna - uppbyggandet av realkapitalstocken och ersättandet av slitna delar av denna - har varit en mycket stark tillväxtkraft i Kina. Investeringsarnas andel av BNP har ökat från drygt 35 procent 1990 till cirka 45 procent för närvarande. Konstlat låga kapitalkostnader är en viktig orsak bakom denna snabba investeringsexpansion.

Investeringskvoten (investeringar/BNP) har dock varit sjunkande sedan ett par år tillbaka. Denna tendens ser ut att bestå på grund av att 1) investeringarnas avkastning avtar på marginalen när kapitalintensiteten stigit så pass mycket, 2) en del tidigare verkställda investeringsprojekt uppvisat diverse brister och påvisat felallokeringar av kapital, 3) det nu är svårare än tidigare att finna ekonomiskt försvarbara projekt, samt 4) den politiska ambitionen är att styra resurser från investeringar och export i riktning mot privatkonsumtion. Privatkonsumtionens andel av BNP är idag endast 35 procent (mot 47 procent 1990).

INVESTERINGSKONJUNKTUREN PÅ VÄG ATT SVALNA



Sedan 2000 har investeringarnas andel av BNP i Kina ökat rejält på grund av den ekonomisk-politiska prioriteringen av en export- och investeringsledd tillväxt. Kvoten tycks dock ha passerat kulmen, och mycket tyder på att den kommer att fortsätta att sjunka när fokus i tillväxten flyttas i riktning mot privat konsumtion.

För att denna omallokering ska kunna lyckas - vilket för övrigt torde ta ganska lång tid att genomföra i större skala - måste företagens vinstandel minska, hushållens andel av nationalinkomsten öka och deras sparkvot minska. För att hushållen ska vara villiga att dra ned på sitt sparande torde i sin tur krävas att det sociala skyddsnätet byggs ut och förbättras, och även att särskilda ekonomiska incitament introduceras.

Produktionsfaktorn produktivitet

Produktiviteten (utanför jordbruket) i Kina är högre i den sektor som verkar under internationell konkurrens - främst tillverkningsindustrin i kustregionerna - än i den icke-konkurrensutsatta sektorn som rymmer byggandet, detaljhandeln och grossisthandeln, med fokus för sin verksamhet längre in i landet. Under perioden 2004-2011 var snittproduktiviteten i den förstnämnda sektorn 9,4 procent, och i den sistnämnda 6,9 procent. En stor politisk uppgift blir nu med andra ord att via olika slags reformer höja produktiviteten i den sektor som utgör Kinas hemmamarknad.

På grund av den långsammare förflyttningen av arbetskraft från jordbruket till kuststäderna och det politiskt önskade skiftet av tillväxtens fokus från industrin/investeringarna/exporten till den icke-konkurrensutsatta sektorn, har det skett en gradvis inbromsning av produktivitetstillväxten i Kina. Denna har i snitt minskat från 8,3 procent 2004-2007 till 7,4 procent 2008-2011. Således har den potentiella tillväxttakten i Kina blivit lägre under de senaste åren.

Till bilden hör även att den kinesiska arbetskraftens öknings-takt generellt är på väg att avta, och att expansionen i de ekonomier som mottar en stor del av Kinas export tenderar att bli långsammare (lägre exportmarknadstillväxt).

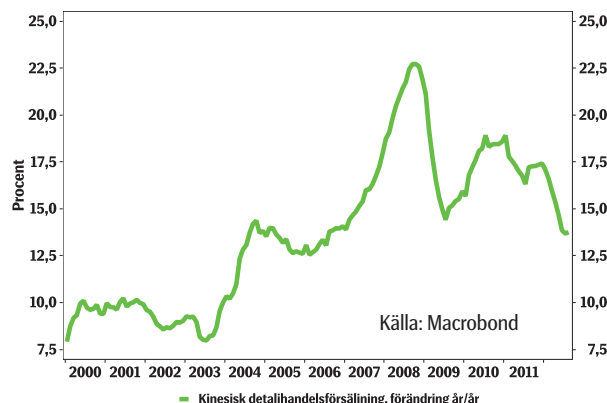
Kristallkulan visar trendmässigt lägre tillväxt i Kina

Slutsats: Av flera strukturella skäl är perioden med gradvis högre ekonomisk tillväxt i Kina till ända, och tillväxten torde trendmässigt bli lägre under de kommande decennierna.

Arbetskraftens BNP-bidrag blir mindre på grund av dels en långsammare ökning av den totala arbetsstyrkan, dels en minskad urbaniseringstakt. Investeringsarnas BNP-bidrag avtar i styrka till följd av att investeringskvoten nått en omotiverat hög nivå ihop med den politiska ambitionen att landets tillväxtfokus ska skifta från investeringar och export mot privatkonsumtion. Produktivitetstillväxten i Kina blir successivt lägre när tyngdpunkten i den ekonomiska tillväxten nu förskjuts från den utlandskonkurrerande sektorn till hemmamarknaden.

I siffror ökade Kinas BNP-tillväxt från drygt 9 procent i snitt under 1980-talet till över 10 procent under det nya millenniets första decennium. En rimlig bedömning - baserad på analysen ovan - är att takten framöver bromsar in till i snitt cirka 7 procent under perioden 2010-2019 och till 5-6 procent under perioden 2020-2029. En lägre kinesisk växel i sikte således, men ingen tvärnit.

DET VÅRAS FÖR KINESISKA DETALJHANDLARE



Sett i backspegeln har den kinesiska detaljhandelsförsäljningen i allt väsentligt svängt i takt med den generella konjunkturen. I kristallkulan syns nu en trendmässig förstärkning för landets detaljhandlare, givet att tyngdpunkten i den ekonomiska tillväxten förskjuts till hemmamarknaden och hushållens konsumtion.

Den politiska transformationen

På hösten vart femte år (i oktober eller november) sker den politiska transformationen i Kina. Kommunistpartiets ledning väljs då på fem år, men vanligt är att flera ledare får förtroende i tio år. Vid valet utses först partiets nationella ledning, och i början av påföljande år tillsätts en ny regering och statsledning.

I år inleddes kinesiska kommunistpartiets 18:e nationella kongress den 8 november, och pågick cirka en vecka. Omkring 2/3 av landets mest seniora politiska ledare är nu på väg att ersättas. Överst i makthierarkin återfinns Politbyråns Ständiga Utskott. Här bantades antalet medlemmar från nio till sju, och av dessa sju är fem nya. Kvar sedan tidigare är Xi Jinping, som ersätter Hu Jintao som generalsekreterare (och som president i mars 2013), och Li Keqiang, vilken ersätter Wen Jiabao som premiärminister i mars nästa år.

Ledarskapsskiftet bedöms inte innebära några radikala förändringar i Kinas ekonomisk-politiska kurs - särskilt som två av tre kandidater med tydlig reformistisk profil lämnades utanför det ständiga utskottet - utan riktningen i rådande femårsplan torde i allt väsentligt följas, inte minst under det första året av nytt styre. Framtida reformer kan väntas ha som mål en något lägre men mer balanserad tillväxt, med ökad vikt för den privata konsumtionen/mindre vikt för export och investeringar.

Vanligt med ekonomiskt-politiskt vakuum

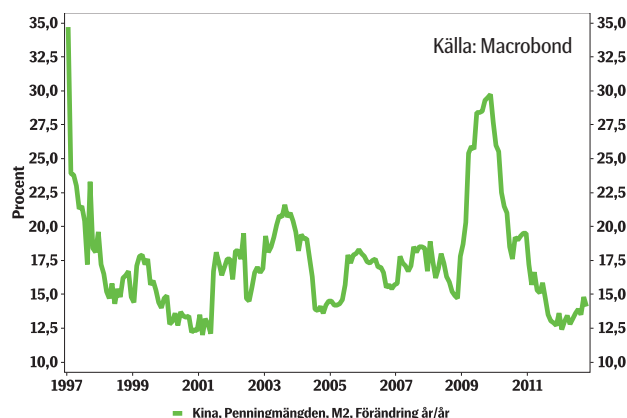
Dessa politiska turer i Kina brukar en tid innebära ett visst vakuum när det gäller ekonomisk-politisk handlingskraft, och därmed försena finanspolitiska stimulanser, om behov av sådana finns. Den senaste tidens avvaktande handling i både finans- och penningpolitiken kan förmodligen också bero på att situationen på landets arbetsmarknad alltjämt är ganska god, och på erfarenheterna från stimulanspolitiken 2008-2009.

Då injicerades en mycket stor stimulansdos (finanspolitiska åtgärder motsvarade hela 7% av BNP), som ledde till uppbygget av en hel del ekonomiska och finansiella obalanser. I grunden förefaller dessutom kinesiska myndigheter vara lite osäkra på vad som främst har orsakat de senaste kvartalens inbromsning för ekonomins tillväxt, något som i sig kan göra att stimulanser sätts in med stor försiktighet och kanske fördröjs.

Då en massiv stimulans signerad PBoC...

Återhämtningen efter finans- och konjunkturkrisen 2008-2009 understöddes också av en massiv kredit- och likviditetsstimulans signerad centralbanken PBoC (People's Bank of China). Krediter som andel av BNP har därför stigit från knappt 100 procent av BNP 2008 till 125 procent idag, och penningmängden (M2) liksom andelen osäkra lån (NPL) har parallellt ökat snabbt. Kinesiska hushåll är emellertid väldigt lite skuldsatta; deras skulder som andel av BNP är endast 20 procent, mot 83 procent i USA och 95 procent i Storbritannien.

PBOC GÖDDE EKONOMIN MED LIKVIDITET



Finans- och konjunkturkrisen 2008-2009 fick Kinas centralbank PBoC att öppna sina likviditetskranar för fullt, vilket fick penningmängden i landet att öka historiskt snabbt, med biverkningar i form av bl. a ett växande antal osäkra lån. PBoC är mot denna bakgrund i dagsläget mer avvaktande i sin politik.

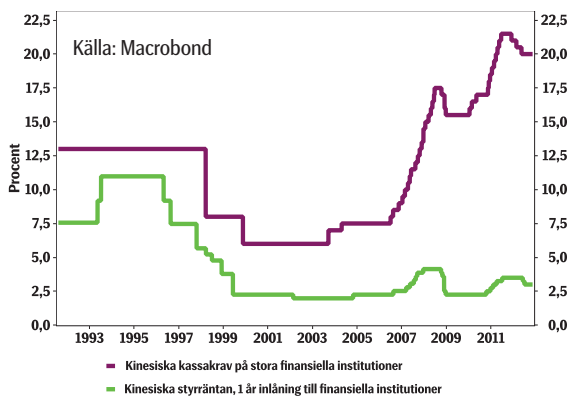
Den här gången finns förvisso flera infrastrukturprojekt i den kinesiska finanspolitiska pipplan - inte minst avseende transportsektorn - men dessa är av betydligt mindre storleksordning (ca 2% av BNP) än de som sattes in 2008-2009. Dessutom har den typen av investeringar ganska långa ledtider och cykler, och är därför inte särskilt effektiva som kortsiktiga stabiliseringspolitiska redskap. De är däremot av stor betydelse för den ekonomiska utvecklingen på lång sikt.

... nu en avvaktande kinesisk centralbank

Även PBoC har i sin penningpolitik varit avvaktande under hösten, vilket av allt att döma delvis har att göra med konsekvenserna av de tidigare kredit- och likviditetsstimulanserna (se ovan). Oro för att bostadspriserna ska börja stiga igen kan vara en annan förklaring till passiviteten.

PBoC sänkte i maj 2012 kassakraven på bankerna till 20 procent (för stora banker) och i juli styrräntan till 6 procent, men har sedan dess istället använt så kallade omvända repor för att tillföra likviditet till landets finanssystem (köp av räntepapper från banker, ökad likviditet till dessa som ersättning). Vår prognos är att PBoC tuffar vidare på den försiktiga vägen och låter styrräntan ligga kvar på 6 procent en längre tid - givet att utsikterna för kinesisk ekonomi inte radikalt förändras.

MÅTTLIGA MONETÄRA STIMULANSER



Centralbanken PBoC har visserligen under de senaste två åren sänkt både kassakraven på bankerna och styrräntan. Men nedtrappningarna har varit beskedliga, varför det finns utrymme för en större stimulans om konjunkturen skulle utvecklas betydligt svagare än väntat.

Cyklisk ljusning i Kina...

Trots att BNP-tillväxten entydigt växlat ned sedan början av 2010, har risken för en kinesisk hårdlandning minskat på senare tid. Makrodata för både september och oktober avseende industriproduktion, företagens investeringar, detalj-

handelns försäljning och exporten påvisade alla en förstärkning av konjunkturen i Kina, en bild som får stöd av aktuella inköpschefsindex för både industrin och tjänstesektorn. Samtidigt sjönk oktobers pristryck i konsumentledet, medan producentpriserna fortsatte att falla på årsbasis.

Den kinesiska börsen - som i somras hade en mycket trist utveckling (se inledning) - tog i början på hösten fasta på de positivare konjunktursignalerna i landet, och var i september-oktober en av de globala börsvinnarna. Räknat från årsskiftet fram till den 16 november släpade emellertid den kinesiska börsen (Shanghai PL) alltså efter (-8,4%) världsbörsen (+6,4% för MSCI i lokala valutor). Men framöver finns möjligheter för Kinas aktiemarknad att komma ikapp, och gå om.

... tänder även börshoppet

Under det första halvåret 2013 är nämligen chanserna goda för att den kinesiska konjunkturen äntrar ett minicykliskt uppsving. Då har rimligen den globala ekonomiska motvinden mojnät, det kinesiska politiska systemet återaktiverats, och den politiska osäkerheten i Kina liksom i USA (givet att "fiscal cliff" undviks) minskat. I så fall borde stämningsslaget bland hushåll liksom företag i Kina kunna stiga, och bidra till att efterfrågan och tillväxten i landet accelererar.

En titt i backspegeln visar att under perioder när Federal Reserve utökat sina kvantitativa stimulanser (under QE2 särskilt från augusti till november 2010) har Emerging Markets-tillgångar inklusive de kinesiska haft en stark värdetillväxt. Med i bilden har också funnits en förbättrad EM-konjunktur och gott om utrymme för ekonomisk-politisk stimulans.

Ett scenario präglad av Feds QE3 (och kanske även QE4), förbättrade makrodata i Kina, och en lite mer aktiv kinesisk finanspolitik är ju också vad som tycks ligga i korten för det första halvåret 2013...

Givet att den kinesiska konjunkturen tydligare växlar upp i början på 2013 torde landets aktiemarknad liksom branscher och företag på andra håll i världen beroende av Kinas ekonomiska tillväxt komma att gynnas på börsen.

Börsvinnare på kort sikt:

Industri- och råvarubranscher, en hel del kinesiska investeringsbeslut har av allt att döma skjutits upp på grund av ledarskapsskiftet.

Börsvinnare på lite längre sikt:

Konsumentvaror, läkemedel och medicinteknik, personbilar och bilsäkerhet, telekommunikation och byggföretag med inriktning på produktion av enklare privatbostäder, det vill säga branscher vars produktion har större fokus på hushållens behov.

Börsvärderingen i Kina avskräcker inte. P/E-talet för 2013 (MSCI China Index) ligger på 9,5 att jämföra med snittet de senaste 10 åren på 12,4 och amerikanska S&P 500:s aktuella P/E-notering för 2013 på 12,6. Vidare har "price-to-book" (värderingen av eget kapital) i Kina minskat till 1,4 för 2013, mot drygt 4 under 2007.



Guld glimmar när oron gör entré

- *Guld alltjämnt en montär tillgång med global värdeacceptans*
- *Guldprisutvecklingen kopplat till skuldökningen*
- *Fortsatt skuldökning talar för guld i portföljen*

Guldpriset har stigit nästan 300 procent de senaste tio åren och vi handlar nu guld till priser nära rekordnivåer. Samtidigt har det "ur tomma intet" enbart i USA skapats 2 000 miljarder nya dollar på cirka fyra år. Det främsta argumentet för att äga guld är att världens centralbanker fortsatt kommer att expandera sina balansräkningar och öka den monetära basen.

Guld är ovanligt eftersom det är såväl en råvara som en monetär tillgång. Efterfrågan på guld drivs till i särklass största delen (cirka 70%) av användningen i juvelerarbranschen (smycketillverkning). Bröllopsäsongen i Indien har länge stuckit ut som en period då man direkt kan avläsa en större efterfrågeökning i marknaden. Indien har under en längre period varit världens största guldkonsument, men den snabba ekonomiska utvecklingen i Kina har medfört att landet nu är på väg att gå om Indien. Under senare år har användningen inom smyckestillverkningen varit större än själva gruvproduktionen. En mindre del av guldefterfrågan går till industriell användning och resten blir investeringsobjekt som exempelvis mynt och guldtackor.

Trots att guld är en av de tillgångar som haft den absolut bästa utvecklingen sedan 2008 hävdar kritikerna att guld till skillnad från till exempel aktier inte har någon tillväxt eller ger någon avkastning, en improduktiv och icke-inkomstproducerande tillgång. Till skillnad från till exempel silver och platina fyller guld inte heller någon större industriell funktion.

Historien visar på global värdeacceptans

Så länge människan har utvunnit metaller och ägnat sig åt handel har ädelmetaller som guld haft ett värde. Guld och silver utgjorde länge basen i många länders myntfot. Där reglerades hur mycket ädelmetall som det måste finnas i varje mynt. Under historien har myntfoten i de flesta länder ändrats utpräpade gånger.

Den modernare versionen av guldmyntfoten infördes 1945 och fanns kvar till och med början av 1970-talet. Systemet, som fick namnet Bretton Woods, kom till efter en rad ekonomiska kriser och gick ut på att olika länders valutor knöts till den amerikanska dollarn (Sverige blev medlem 1951). USA i sin tur garanterade ett fast inlösenpris där man i utbyte för varje dollar fick en bestämd mängd guld.

Syftet med att backa upp dollarn med guld, förutom ökad ekonomisk stabilitet, avskaffande av handelshinder, stabila växelkurser med mera, var att förhindra en situation som kan liknas vid den vi ser idag. En situation där centralbanker på mer eller mindre eget bevåg explosivt ökar den monetära basen av olika anledningar. Detta brukar populärt beskrivas som att centralbankerna "trycker mer pengar". Kopplingen mellan den amerikanska dollarn och guldets avskaffades av president Richard Nixon 1971 och därmed upphörde även Bretton Woods (1973 hade de viktigaste valutorna återigen rörlig växelkurs). Anledningen till att USA bröt kopplingen till guldets början av 1970-talet var för att via sedelpressen kunna betala för det mycket kostsamma kriget i Vietnam.

Guldet är alltså ett av våra äldsta betalningsmedel. Samtidigt är det idag inte ett allmänt accepterat betalningsmedel. Det är med andra ord svårt att gå in i en butik och i utbyte mot en vara betala med guld. Det finns dock vissa tecken på att ädelmetallerna kan vara på väg att få tillbaka sin status som betalningsmedel. Delstaten Utah i USA har exempelvis tagit steget mot att göra guld och silver till lagliga betalningsmedel. Detta som en konsekvens av att man misstror den amerikanska centralbankens nuvarande penningpolitik. Även om Utah kanske mest är ute efter det politiska utspelet ska man komma ihåg att guld ibland används som betalningsmedel när stater gör upp transaktioner.

Guld och silver som pengar

Med utgångspunkt i guldets historia, dess allmänna acceptans och det faktum att i princip alla större centralbanker sitter på stora guldinnehav som en del av sin valutareserv slår vi fast att guld alltjämnt åtnjuter statusen som pengar och monetär tillgång, definierat som en form av värdebevarare eller värdemätare. Många länders centralbanker har dessutom under senare år beslutat att öka sina guldreserver.

Nämnas kan även att det inte bara är stater utan även organisationer som sitter på stora guld tillgångar. Guld är till exempel bas för den monetära standard som används av Internationella Valutafonden (IMF) och samma organisation har också en större guldreserv till sitt förfogande.

För de som tvivlar på guld som investeringsobjekt kan nämnas att en av de absolut största ETF:erna (Exchange Traded Funds), mätt i termer av "asset under management" (AUM), är en guld-ETF med fysiskt underliggande guld tillgångar.

Samtidigt är det viktigt att slå fast att investeringsportföljbygge ofta har två elementära grundtankar:

- Skydda mot risken för permanenta förluster.
- Skydda mot risken för förlorad köpkraft.

Olika tillgångar brukar svara upp mot ovanstående två punkter i varierande utsträckning. Guld svarar främst upp mot kravet på skydd mot förlust av köpkraft. Det anses däremot inte vara användbart som skydd mot risken för permanenta förluster. Guld ingår dock ofta som en del av större investeringsportföljer där huvudargumenten för att äga är som skydd mot 1) inflation eller 2) systemkrascher.

1) Inflation (och/eller ökning av den monetära basen)

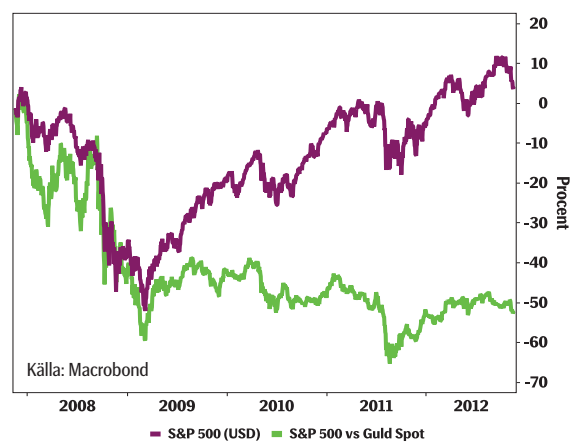
Mängden pengar i ekonomin kan i princip öka på två sätt. Antingen då en centralbank ökar penningmängden via "sedelpressen" (ökning av den monetära basen). Eller om bankerna beviljar nya krediter och lån genom vårt nuvarande banksystem ("fractional reserve-banking").

När centralbankerna ökar den monetära basen handlar det i praktiken inte om ett ökat antal sedlar och mynt i omlopp, detta sker via banksystemet. Tvärtom vad centralbankerna kanske hade hoppats på, så har omsättningshastigheten på pengar fallit kraftigt på många håll i världen, detta samtidigt som centralbankerna kraftigt ökat den monetära basen och sänkt styrräntan. Styrräntan är den ränta till vilken riksbankerna erbjuder banker att låna pengar. Styrräntan har historiskt haft stor betydelse när det kommer till att reglera penningmängden. När centralbankerna så kraftigt ökar den monetära basen uppstår i alla fall möjligheten att pengarna förr eller senare får konjunkturen att ta fart. Den högre ekonomiska aktiviteten och den ökade efterfrågan leder till att pengarna filtrerar ut i ekonomin via banksystemet där konsekvensen kan bli ett ökat inflationstryck (allmän prisökning). Dagens marknadsklimat med en i det närmaste obefintlig ränta (priset på pengar) ökar risken för inflation markant.

Historiskt har guldpriset reagerar främst på "excess fiat money supply" det vill säga skapandet av nya pengar som kan sägas gå utöver det som kan vara försvarbart om exempelvis tittar på befolkningsstorlek, ekonomisk aktivitet och liknande. Guldpriset har också reagerat på omsättningshastighet hos pengar i ekonomin, som ett tecken på inflation.

Även om pengarna inte filtrerar ut i ekonomin i form av kraftigt ökad inflation kvarstår faktum att den som sitter på papperspengar blir kraftigt utspädd med tiden om centralbankerna kontinuerligt ökar den monetära basen. Om man för enkelhetens skull säger att någon enskild person eller institution äger 10 procent av alla dollar som finns i världen. Samtidigt bestämmer sig USA:s centralbank för att dubbla den monetära basen. Den som tidigare hade ett innehav motsvarande 10 procent har blivit kraftigt utspädd och det enskilda innehavet utgör nu endast 5 procent av det totala antalet.

AKTIER MOT GULD



Mätt i dollar har återhämtningen på aktiemarknaden varit i ögonfallande bra. Då vi tar hänsyn till hur värdet utvecklats för dollarn under denna period, det vill säga vi mäter aktieutvecklingen i guld istället för i dollar, har utvecklingen inte varit alls lika spektakulär.

Ett sätt att försöka beskriva situationen är, att till skillnad från papperspengar går det inte att "trycka" mer guld (utbudet begränsat). För den som ser guld som pengar blir därför utspädningseffekten begränsad och när värdet på papperspengar faller behåller man köpkraften genom att äga guld. Som vi tidigare nämnt har en del av guldets attraktionskraft bestått i att det finns i begränsad omfattning och att det har universell acceptans. World Gold Council, som representerar världens ledande guldgruvbolag, uppskattar att omkring 158 000 ton guld har utvunnits genom tiderna. Om allt detta guld samlades ihop och formades som en kub skulle sidorna bli cirka 20,2 meter långa.

2) "Krasch-put" - skydd mot systemkrascher

Ett annat argument för att äga guld är som en "krasch-put" (säljoption). Man äger guld som skydd mot en större systemkrasch, till exempel om eurosamarbetet upphör, krig etc. Guld har i tider av stor finansiell oro fungerat som en "säker hamn".

Värdet på guld kopplat till "Fiat-pengar"

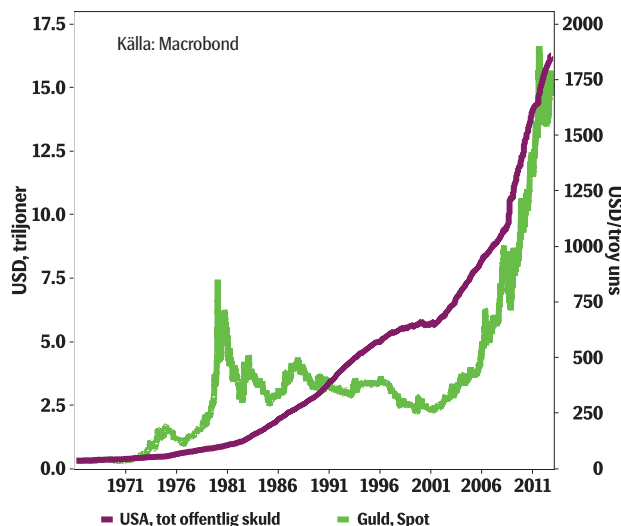
I första hand värderas guld utifrån dess användbarhet som ett alternativt bytesmedel (en form av pengar) till "Fiat-pengar" (se ruta). Värdet på guld bestäms av hur vi gemensamt ser på vanliga papperspengar. Värdet på pengar backas helt och hållet upp av förtroende för utgivaren (staterna). Papperspengarna i plånboken är egentligen inget annat än papper med i många fall inslag av lite bomull. Givetvis är förtroendet och den allmänna acceptansen för guld minst lika viktigt. Om tron på guld som monetär tillgång skulle försvinna eller minska kommer värdet omedelbart att påverkas negativt.

"Fiat-pengar" eller papperspengar brukar definieras som statskontrollerad valuta som inte är inlösenbar eller kopplad till ett specifikt värde. Värdet hos papperspengar är sålunda endast direkt sammankopplat med förtroendet för utgivaren, som i praktiken är en stat.

Global skuldökning:

Guldprisutvecklingen har över tid korrelerat väl med skuldökningen, främst skuldökningen i USA då guldet är noterat i dollar och dollarn under längre perioder har varit knuten till guld. På sistone har fokus allt mer kommit att hamna på den allmänna och globala skuldökningen. Många är de som ser den exponentiella tillväxttakten i den globala skuldökningen som ett allvarligt hot.

Det finns ett massivt deflationistiskt tryck när stora delar av den konsumerande och industrialiserade världen samtidigt ska "deleverage" (minska sina skulder och lån). Världen behöver tillväxt och politiker och centralbankschefer har visat sig vara beredda att ta till extraordinära insatser för att nå sina mål. Målet i det här fallet är ekonomisk tillväxt och inflation. Men trots historiskt extrem låga räntor är tillväxten blygsam och det generella inflationstrycket är beskedligt.



Till sitt förfogande har centralbankerna penningpolitiska åtgärder. Ett av de mest omtalade och omskrivna är kvantitativa lättnader, så kallade "Quantitative Easing" (QE). Med hjälp av dessa skapar Federal Reserve (Fed) nya pengar digitalt och använder sedan dessa för en rad av tillgångsköp. Hittills har köpen främst varit inriktade mot obligationsmarknaden. I praktiken använder Fed de nyskapade pengarna för att exempelvis köpa amerikanska statsobligationer. US Treasury Departement ger ut amerikanska statsobligationer som sedan US Federal Reserve köper upp. På detta sätt lånar man ut pengar som sedan går till att finansiera amerikanska statens utgifter och finansiera dess underskott. Man hjälper också till att artificiellt trycka ned räntan och räntenivåerna genom obligationsköp i andrahandsmarknaden. Förhoppningen är att åtgärderna ska resultera i ökad och högre ekonomisk aktivitet (investeringar och privatkonsumtion).

Den japanska centralbanken har gått ett steg längre och köper i princip allt som man tror och anser kan understödja den underliggande ekonomin. Centralbanken köper inte bara obligationer utan även aktier i ETF-form (Exchange Traded Funds).

Sammantaget ger detta att vi nu befinner oss i en situation där gamla regler och erfarenheter inte alltid gäller eller fungerar. Detta bidrar givetvis till en situation där det är svårare än tidigare att försöka förutsäga framtiden. Hur mycket pengar kan man skapa utan att man rubbar förtroendet hos användarna? På samma sätt som Tyskland på 1920-talet tryckte stora summor pengar för att betala sitt krigsskadestånd och USA tog till sedelpressen för att finansiera det mycket kostsamma Vietnamkriget försöker dagens centralbankschefer köpa tillväxt och bekämpa deflation via sedelpressen.

I Tyskland har man fortfarande inte glömt historierna kring hur man under 1920-talet behövde en skottkärra för att hantera alla papperspengar som krävdes för att köpa en brödlimpa. Visserligen är inte hyperinflation ett reellt hot, men medve-

GULD I RELATION TILL USAS OFFENTLIGA SKULD

Guldpriset har över tid korrelerat ganska väl med den exponentiellt ökade skuldsättningen i USA. Efter att USA valde att bryta dollarkoppling till guld i början på 1970 har ökningstakten i skuldsättningen varit kraftig. Guldprisreaktionen har inte låtit vänta på sig.

tenheten kring att papperspengar snabbt kan tappa i värde finns alltför jämnt kvar.

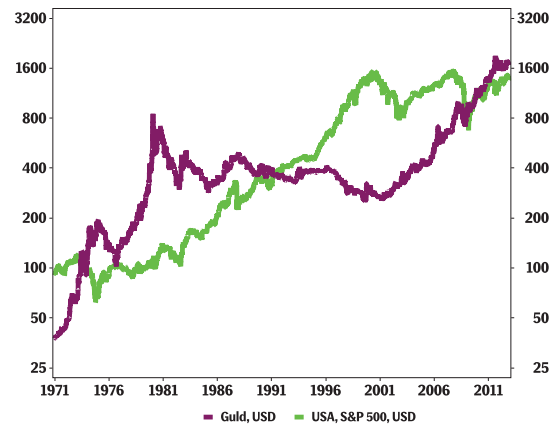
I händelse av att vi skulle få deflation (allmänt fallande priser) och en situation där den monetära basen slutar att öka, kommer guldets högst sannolikt att tappa i värde i linje med många andra tillgångar.

Två sidor av alla mynt

En kompis till mig gick till den lokala simhallen med sin dotter. Väl där gick de till kiosken och handlade en glass. Glassen kostade 16 kronor och som betalning lämnades en tjugokronorssedel. Tillbaka som växel fick han fyra enkronor. En av dessa enkronor var från 1967. 1967 innehöll en enkrona 40 procent silver vilket i dag motsvarar ett värde på cirka 19 kronor. Inte nog med att glassen var gratis, han fick betalt för att äta den också.

Som på alla mynt finns det två sidor. Hur man ser på dagens situation beror på vilken utgångspunkt man har. Är det priset på guld som stiger eller är det priset på papperspengar (dollar) som faller?

GULD VS S&P 500 SEDAN 1971



Guldpriset starka utveckling sedan millennieskiftet har fått många att ifrågasätta dagens höga prisnivå. Även om guldets i amerikanska dollar är på historiskt hög nivå visar historien att guldpriset i relation till andra tillgångar, i det här fallet aktiemarknaden, varit betydligt dyrare vid andra tillfällen.

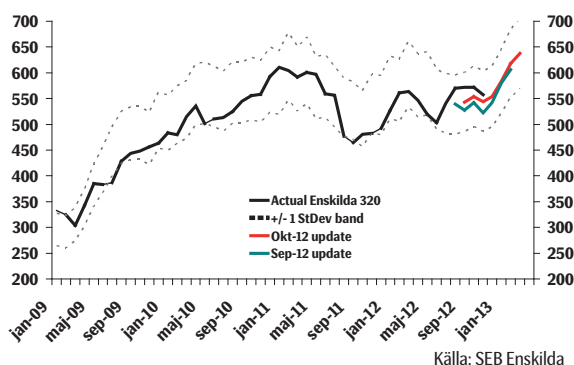


Konjunktur och vinster i fokus

- Makrodriven börs väntar
- Rekordvinster 2013 kan överraska
- Låga värderingar ger stöd

Börsen har under en lång period primärt rört sig upp eller ned på grund av nyheter relaterade till eurokrisen. För närvarande är fokus på europroblematiken relativt begränsat och det är osannolikt att börsen i närtid kan få kraft från ytterligare reduktion av oron över utvecklingen i euroområdet. Dessbättre bedömer vi inte heller att oron ska eskalera den närmaste tiden, något som skulle vara negativt för börsutvecklingen. Fokus förväntas istället förflyttas till en traditionellt viktig drivkraft för aktiemarknaden, vinstutsikterna. Vinsterna är i sin tur påverkade av konjunkturutvecklingen och vi räknar därför med att tidiga konjunktursignaler som inköpschefsindex och förtroendeindikatorer kommer att spela en framträdande roll för börsutvecklingen de närmaste månaderna.

KONJUNKTURSIGNALER VÄNTAS GE STÖD ÅT BÖRSEN



Diagrammet visar kursutvecklingen för Enskilda 320-index över 320 aktier på de nordiska börserna samt prognoser över den kommande utvecklingen baserat på historiskt normal korrelation mot väntad utveckling för OECD:s ledande indikatorer.

God grund för optimistisk syn

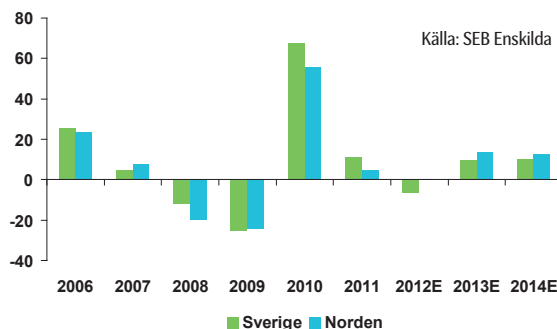
Glädjande nog pekar vår indikator GLEI mot ett förbättrat nyhetsflöde vad gäller konjunktursignalerna under kommande månader. Förutsatt att dessa materialiseras räknar vi med en

stark börs, primärt driven av de konjunktürkänsliga sektorerna. En varning bör dock framföras för att vi sannolikt kommer se nedjusteringar av prognoserna om de konjunktursignaler vi nu räknar med inte infrias och nedrevideringar brukar sammanfalla med börsnedgång.

Stark vinsttillväxt kan överraska

Rapporterna för årets tredje kvartal var sammantaget ingen munter läsning utan motiverade en mindre nedjustering av vinstprognosen för 2013. Däremot visade bolagen återigen upp en imponerande förmåga att kompensera för sämre efterfrågan genom kostnadsreduceringar. Marginalerna överraskade därmed överlag positivt i de cykliska industriföretagen. Den goda förmågan att hantera lågkonjunkturer, vilket ger en mer stabil vinstutveckling, bör på sikt motivera högre värderingar av aktier.

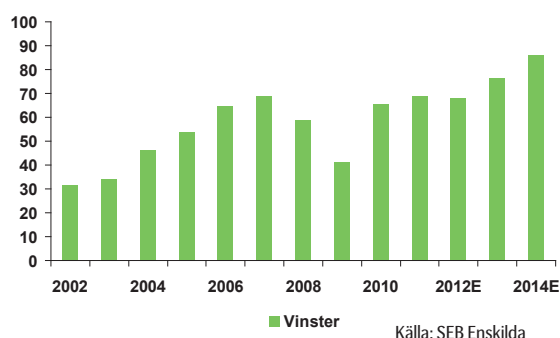
GOD VINSTTILLVÄXT 2013



Diagrammet visar vinsttillväxten i procent (justerat för engångsposter) för börsbolagen i Norden respektive Sverige

Efter en svag utveckling 2012 räknar vi med nära 14 procents förbättring nästa år, vilket skulle ge nya rekordvinster. Vi bedömer att få idag vågar tro på en så pass bra utveckling, men att starkare konjunktursignaler under kommande månader kan stärka investerarnas framtidstro. En ökad tilltro till en utveckling i linje med våra prognoser för nästa år är sannolikt fullt tillräcklig för att vi ska få en positiv börs.

DUBBLERADE VINSTER PÅ 10 ÅR

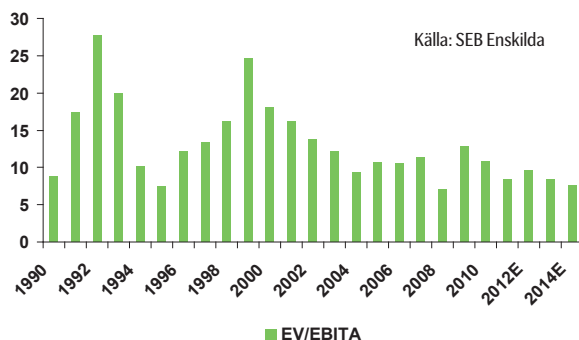


Diagrammet visar de sammanlagda vinsterna i miljard euro för 213 stora nordiska börsbolag som varit noterade sedan 2002 eller längre.

Dubblade vinster, stärkta finanser

Vinsterna är på samma nivå i år som 2007. Nästa år väntas nya rekordvinster, dessutom har bolagen stärkt balansräkningar, men aktieindex backat. Värderingen av bolagens rörelsevinsterna på skuldfri basis är låg. De senaste 20 åren har värderingarna endast varit lägre 1995/1996 då räntan på 10-åriga svenska statsobligationer var nära 9 procent samt efter Lehman-kraschen hösten 2008.

LÅG VÄRDERING AV VINSTER



Diagrammet visar värderingen av de nordiska börsbolagens rörelseresultat på skuldfri basis (EV/EBITA).

Kinaeffekt ändras igen?

Kinas mirakulösa tillväxt de senaste 15 åren har gett ett signifikant bidrag till börsbolagens tillväxt under samma period. För de stora industriföretagen har omsättningstillväxten i mer än ett decennium nästan helt genererats i tillväxtekonomier med Kina i spetsen. Trots att detta bidragit positivt till vinstutvecklingen har en stor exponering mot den kinesiska marknaden det senaste året tidvis varit en belastning för investerarsentimentet, eftersom många fruktat en ekonomisk hårdlandning i Kina. Vi bedömer nu (se tematext om Kina) att Kina står inför ett konjunkturllyft. De klassiska vinnarna på stark tillväxt i Kina, vilket främst inkluderar en rad tunga industriföretag och råvaruexponerade bolag, kan därmed återigen bli favoriter på börserna. Eftersom exponeringen mot Kina idag är betydligt större än för tio år sedan menar vi att en relativt låg kinesisk tillväxt i ett historiskt perspektiv, (vilket likväl är hög tillväxt i ett internationellt perspektiv), kommer att betraktas som positiv för dessa aktier. Om Kina lyckas balansera om tillväxten så att denna blir mer konsumtionsdriven och genererar mer välfärd med mindre miljöbelastning och mindre byggnationsinvesteringar, kommer dock listan över vinnare bland de nordiska börsbolagen framöver att förändras till förmån för bolag inom exempelvis konsumentvaror och hälsovård.

Perfekt miljö för aktier

Sammanfattningsvis kan vi konstatera att värderingen av nordiska aktier är ovanligt pressad. Vinsterna har i den pågående konjunktursvackan återigen visat god resistens mot sämre konjunktur och börsbolagen har solida balansräkningar. Investerarnas förtroende för prognoserna om ett kraftigt vinstlyft 2013 är idag begränsat, men bör inom kort stärkas påtagligt. Låg värdering, låg alternativavkastning, ökad stabilitet i bolagen och nära förestående indikationer om en mer gynnsam konjunktur 2013 är en närmast perfekt miljö för aktier, nu återstår bara att de förväntade konjunktursignalerna materialiseras.

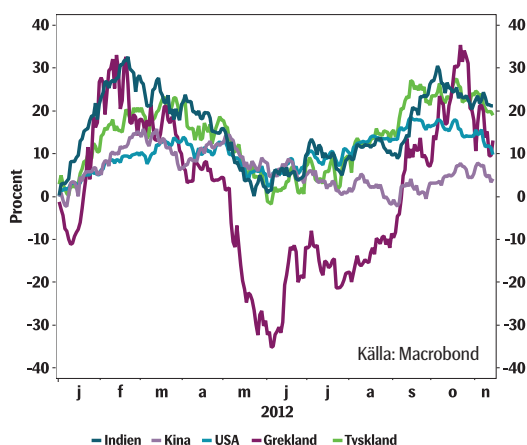


Börstvekan skapar långsiktiga möjligheter

- *Världen är på väg åt rätt håll men det går långsamt och trögt*
- *Asien/Emerging Markets och cykliska bolag mest intressanta*
- *Börsutvecklingen i Kina har halkat efter, dags för en återhämtning*

Världens börser har över lag utvecklats positivt under 2012. Året inleddes starkt men efter en topp i mars gick luften ur marknaden. Oro för skuldproblemen i Europa, svag makrostatistik och osäkerhet kring Kinas framtida tillväxtmöjligheter präglade börsklimatet under våren och försommaren med fallande kurser som följd. I augusti och september ökade riskaptiten åter och börserna steg. Drivkraften bakom detta var förbättrade makrosiffror och förhoppningar om ytterligare stimulanser från amerikanska Federal Reserve och Europeiska Centralbanken. I oktober smög sig åter en viss tvekan in på grund av en ökad politisk osäkerhet och att finansmarknadernas aktörer saknade tydliga tecken på att konjunkturen är på väg uppåt.

BÖRSUTVECKLINGEN UPPVISAR STOR VARIATION



Tyskland och Indien är exempel på länder som ligger i börsligans topp sedan årets början. Grekland har gått häpnadsväckande starkt efter bottennoteringen i våras. De kinesiska börsbolagen har utvecklats svagt vilket öppnar för möjligheter framöver.

Sedan årets början har världsindex (MSCI World Index i lokala valutor) ökat med drygt 8 procent. Många av de europeiska börserna har gått starkt, framför allt den tyska, men även problemtyngda länder som Grekland och Portugal har överraskat positivt. De amerikanska börsbolagen har tuffat på tidigare under året, men tappade fart i oktober. Bolagsrapporter som inte levde upp till förväntningarna, framför allt inom IT sektorn, tyngde marknaden. Även osäkerheten kring presidentvalet hängde över marknaden. I Asien och övriga Emerging Markets har avkastningen på många håll varit mycket god. Hong Kong är upp 17 procent sedan årsskiftet och Indien hela 22 procent i lokala valutor. Kina å andra sidan har haft det motigt med sjunkande börskurser. Shanghaibörsen har till skillnad från övriga världen gått ned 6 procent. Senaste månaden bröts dock den trenden och den kinesiska marknaden vände upp.

Emerging Markets växer snabbast

Rapportsäsongen för tredje kvartalet var blandad. Generellt sett har försäljningssiffrorna varit svaga för världens börsbolag medan vinsterna har kommit in som förväntat. Bolagens utsikter för kvartal fyra har varit försiktiga med dragning åt det negativa hållet med nedrevideringar av vinstestimaten som följd. Bolagens vinster på global basis för 2013 förväntas enligt Citi Research växa med 12 procent där utsikterna för Emerging Markets ligger något högre på 13,5 procent. Amerikanska vinstestimat ligger på 10 procent förväntad tillväxt medan europeiska är lite högre (11 procent). Asien och Emerging Markets ligger i topp med länder som Korea, Taiwan, Indonesien och Thailand där vinsterna förväntas öka mellan 15 och 25 procent nästa år. Värderingarna får betraktas som attraktiva där världen handlas på P/E tal 12 gånger 2013 års förväntade vinst. USA drar upp siffran med P/E 12,6 medan Europa handlas på 11 och Japan 11,5 gånger nästa års förväntade vinst. Emerging Markets framstår som billigast med ett P/E tal på 10.

De cykliska branscherna uppvisar bättre vinsttillväxt för 2013 än genomsnittet. Bolag inom råvaru-, teknologi- och finanssektorn växer snabbast (+22, +14 respektive +13 procent) men även bolag inom segmentet sällanköpsvaror förväntas ha en vinsttillväxt på hela 18 procent. Detta i motsats till defensiva sektorer, exempelvis energi, läkemedel och telekom, som förväntas ha en lägre vinsttillväxt än genomsnittet.

Potential i Kina

Placeringsfokus ligger alltjämt på Asien/Emerging Markets och cykliska bolag. Amerikanska aktier har gått förbluffande bra tidigare i år medan Kina har tappat och värderingsskillnaden mellan USA och Kina har nått extrema nivåer. Det är intressant att notera att trenden verkar vara bruten i oktober, vilket öppnar upp för möjligheter att investera i Kina. Kinas P/E tal för 2013 ligger på 9,5 med en förväntad vinsttillväxt på 10 procent. Makrostatistik som industriproduktion, detaljhandel och export som presenterades i september och oktober gav en allt ljusare bild av Kina. Ledarskiftet i Peking i början av november innebär också att vi troligtvis får en klarare bild av planerade reformer och indikationer om kommande tillväxttakt. Kinas investeringsledda tillväxt må ha planat ut efter att ha pekat kraftigt uppåt under flera år, men den ersätts nu av en stark tillväxt inom privatkonsumtion. Kineser i allmänhet har pengar på banken och låg skuldsättning i förhållande till disponibel inkomst. När de så småningom känner ökad tillförsikt vad gäller reformer i det sociala skyddsnätet finns dessutom utrymme för starkt ökad privatkonsumtion.

Förutom Kina är vi positiva till mindre utvecklade länder i Asien med stor tillväxtpotential, till exempel Indonesien, Malaysia och Thailand. Ryssland och Östeuropa är också attraktiva placeringsalternativ som med låga värderingar och hög vinsttillväxt bör ingå i en global aktieportfölj.

Europa har nyligen fått större plats i våra portföljer

Skuldproblematiken kvarstår visserligen, men politikernas tydliga vilja att hitta lösningar ger stöd. Europa är tudelat, med å ena sidan de skuldyngda länderna i Sydeuropa och å andra sidan ett antal "friska" länder (Tyskland, Norden) där makroekonomiska data ser betydligt mer lovande ut och vars väl-skötta multinationella börsbolag gynnas av betydande andel av försäljningen mot snabbväxande Emerging Markets.

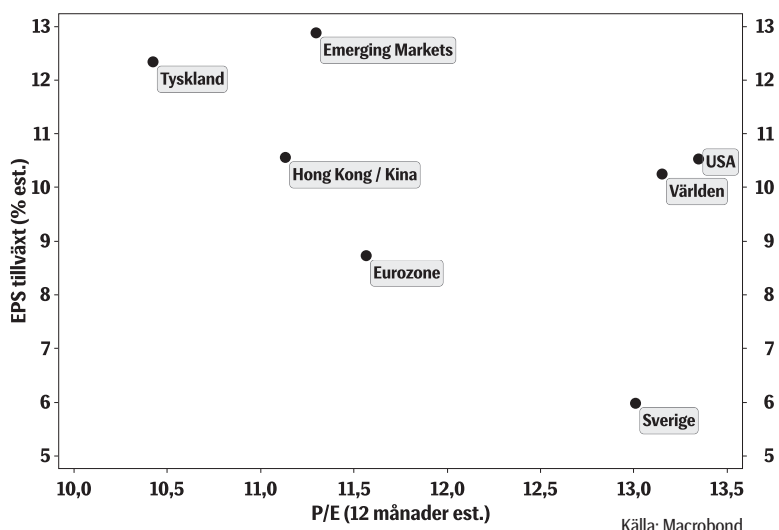
Bitarna måste falla på plats

Vi befinner oss just nu i ett vänteläge. Världen är på väg åt rätt håll, men det går långsamt och trögt. Världsekonomin läker sakta, men utan att övertyga fullt ut. Investerarna behöver ökat förtroende för hållbarheten i återhämtningen. Osäkerheten kring skuldproblematiken i Europa och USA kvarstår. Skadorna efter orkanen Sandys framfart på USA:s östkust kan i värsta fall orsaka ett hack nedåt i tillväxtkurvan för årets sista kvartal, men å andra sidan skapar detta möjligheter nästa år då man behöver återställa och bygga upp det som har skadats.

Osäkerheten kring presidentvalet är över och fick en, för marknaden, relativt gynnsam utgång. President Obama har dock redan agendan full av ekonomiska utmaningar. Det som oroar mest är det så kallade budgetstupet, "Fiscal Cliff". En överenskommelse kring hur man ska lösa den gigantiska statsskulden behöver snarast komma till stånd. Annars drabbas det amerikanska folket av enorma åtstramningar i form av skattehöjningar och besparingar nästa år vilket kommer slå mot privatkonsumtionen som just börjar repa sig.

Sammanfattningsvis behöver marknadens aktörer få mer klarhet när det gäller konjunktorens styrka, politikens agerande och takten i Kinas återhämtning. De långsiktiga prognoserna och makroekonomiska indikatorerna visar på tillväxt och de förhållandevis lågt värderade aktiemarknaderna skapar utrymme för högre börskurser. Medan en viss tvekan just nu råder på världens börser väljer vi att vara försiktigt positiva och ser goda möjligheter till en bra utveckling när alla bitar så småningom faller på plats.

LÅGT STÄLLDA FÖRVÄNTNINGAR PÅ KINA GER UTRYMME FÖR ÖVERRASKNINGAR



Emerging Markets har högre förväntad tillväxt än USA och världen i genomsnitt. Även Tyskland framstår som mycket attraktivt när det gäller framtida vinster och med låg värdering. I Kina är förväntningarna lågt ställda vilket speglar den svaga börsutvecklingen i år. Här finns utrymme för positiva överraskningar som kan få genomslag på marknaden.



Landmodellen

Ett företags vinst, dess tillväxt och värdering samt marknadens förväntningar är faktorer som påverkar ett bolags utveckling på aktiemarknaden. Det är därför relevant att hålla sig uppdaterad kring hur dessa faktorer utvecklas dels i absoluta tal, men också i relation till andra bolag. Mot bakgrund av detta har vi på Investment Strategy under året tittat närmare på ett antal faktorer som historiskt visat sig vara goda vägvisare för aktiemarknadsutvecklingen. Utifrån det har vi också konstruerat en allokeringsmodell, Landmodellen, vars syfte är att ge stöd åt förvaltningen av globala aktier.

Landmodellen är en kvantitativ genomlysningssmodell (screening). Den utgörs i grund och botten av en bolagsscreening av analytikers prognoser över följande faktorer:

1. Vinsttillväxt
2. Vinstrevidering
3. Avkastning på eget kapital
4. Marknadsvärdering
5. Aktieutdelning

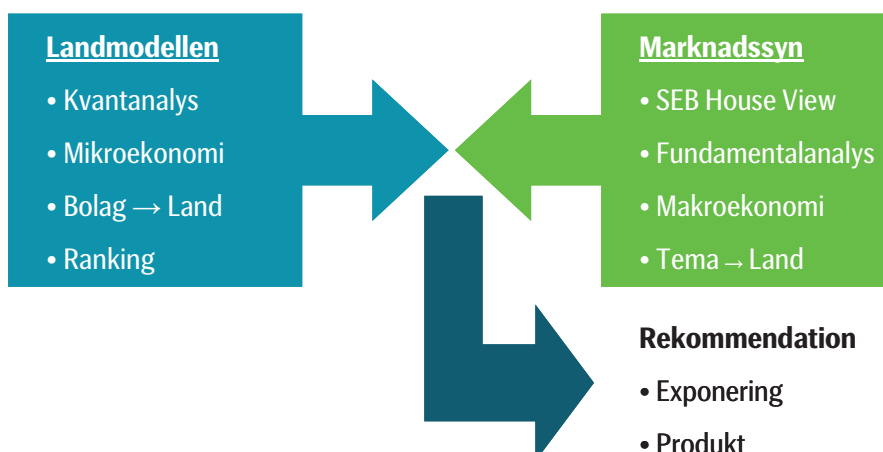
Bakom valet av faktorer ligger en undersökning som omfattar åren 2002-2012, där varje faktors förmåga att ge vägledning i urvalet av aktier har studerats. En faktor som genererat positiv avkastning och uppvisat kontinuitet i sin förutsägbarhet har fått en plats i modellen. Har faktorn inte genererat en avkastning eller varit allt för osäker som indikator har den uteslutits.

Utöver analysen av varje enskild faktor har också en analys gjorts över faktorernas samspel i modellen. Om två faktorer

genererar allt för lika resultat innebär det att om en av dem har fel så har troligtvis den andra faktorn också det. Av den anledningen har stor hänsyn tagits till att minimera samvariationen mellan ingående variabler.

Genomgången innefattar bolag världen över som har ett marknadsvärde som överstiger 500 MEUR och som bevakas av minst sex analytikerhus. Bolagen poängsätts relativt varandra utifrån varje faktor, därefter summeras bolagens samtliga faktorpoäng till en total. När väl poängsättning är gjord på bolagsnivå skapas en poängsättning på landnivå som ett marknadsviktat medelvärde av alla bolag med samma hemvist. Totalpoängen på landnivå används sedan för att ranka länderna.

Vi har byggt modellen med utgångspunkt i aktiemarknaderna och inte i makroekonomin. Därmed fångar vi bättre upp exportörerna i olika marknader. Modellen kompletteras med kvalitativ fundamental makrobedömning innan den mynnar ut i rekommendationer eller blir underlag för portföljallokeringsbeslut.



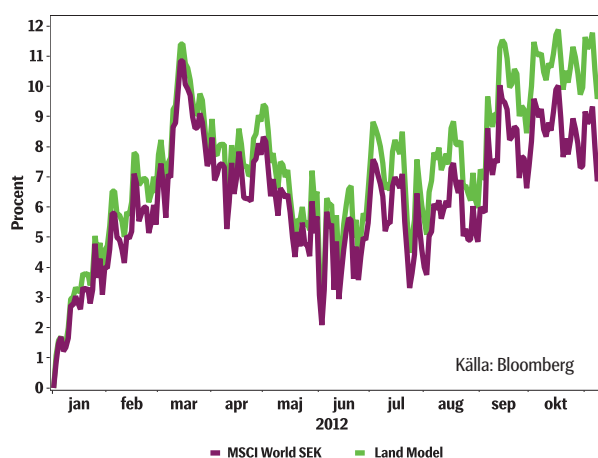
Landmodellen vs MSCI World under 2012

Vi har studerat hur en portfölj på den globala aktiemarknaden hade utvecklats om den blint förlitat sig på rankingen från Landmodellen under 2012.

Portföljen består till 75 procent av en allokering mot världsbörsen (MSCI World AC) och till 25 procent av en allokering mot Landmodellens fem högst rankade länder (likaviktat). Den första måndagen varje månad sker en uppdatering av Landmodellen. Har landrankingen förändrats innebär det också en omallokering i portföljen.

Den 14:e november var portföljen upp 9,07 procent, samtidigt var världsbörsen upp 6,28 procent mätt i svenska kronor. En överavkastning på 2,79 procent i år får anses vara ett väldigt starkt resultat med hänsyn till den förhållandevis låga risk portföljen tagit i relation till sitt jämförelseindex. Vare sig resultatet i år varit en ren slump eller inte är den tillräckligt intressant för att använda som kvantitativ analys i förvaltningen av globala aktier.

BÖRSUTVECKLINGEN UPPVISAR STOR VARIATION



Topp tre			
Indikation	Ranking	Land	Kommentar
	1	Norge	Hög poäng från Marknadsvärdering och Aktieutdelning
	2	Indonesien	Hög poäng från Avkastning på eget kapital
	3	Turkiet	Hög poäng från Vinstrevidering och Marknadsvärdering
Ranking större marknader			
Indikation	Ranking	Land	Kommentar
	4	Tyskland	Hög poäng från Vinstrevidering och Marknadsvärdering
	6	Ryssland	Hög poäng från Marknadsvärdering
	7	Kina	Hög poäng från Marknadsvärdering
	11	Indien	Hög poäng från Avkastning på eget kapital, låg poäng från Aktieutdelning
	14	USA	Medelpoäng för de flesta faktorer
	15	Storbritannien	Medelpoäng för de flesta faktorer
	17	Sverige	Hög poäng i Aktieutdelning, låg poäng i Vinsttillväxt
	18	Spanien	Medelpoäng för de flesta faktorer
	25	Brasilien	Låg poäng för Vinsttillväxt, Vinstrevidering samt Aktieutdelning
	26	Japan	Låg poäng för "Vinsttillväxt", "Vinstrevidering" samt "Avkastning på eget kapital"

Källa: SEB

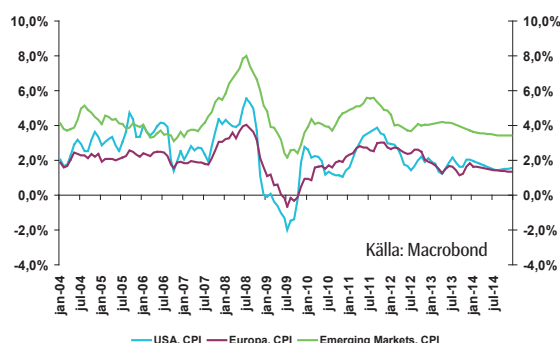


Från fantastisk till bra resa för företagsobligationer

- Stora centralbanker i OECD vandrar vidare på kvantitativa stimulansvägen
- Norges Bank och Sveriges Riksbank tar sina räntor åt olika håll
- Avkastningen på företagsobligationer lägre framöver - men bättre än på statsobligationer

Nivån på räntor brukar bestämmas utifrån inflations- och tillväxtförväntningar. Där höga förväntningar leder till stigande räntor och lägre förväntningar framtvingar sjunkande räntor i en konjunktur som mattas av. Sedan ett par år tillbaka har centralbanker varit aktiva med rena interventioner på kapitalmarknaden, Europeiska Centralbanken, ECB, har tillfört likviditet via banksystemet, i USA har Federal Reserve, Fed, köpt egna statspapper och bostadsobligationer och Bank of Japan, BoJ, är aktiv både vad det gäller att försvaga yenen, JPY, samt att köpa värdepapper i mycket stor skala.

ÄNNU LÄGRE INFLATION I SIKTE



Om inte råvarupriserna överraskande stiger brant kan inflationen bli ännu lite lägre på både sidor av Atlanten och i Emerging Markets-sfären under 2013-2014. Gott om lediga produktionsresurser i OECD innebär att löneökningarna där växlar ned.

Inflationen har varit fallande sedan början av 2011 och det finns anledning att tro att denna trend fortsätter eller i vart fall planar ut på låga nivåer. Det som främst talar för det är utsikten till stabila råvarupriser. Energipriserna har planat ut, andelen lediga resurser är fortfarande stort, det ger utrymme för ökad produktion hos företagen, och sist men inte minst befinner sig arbetslösheten på höga nivåer. Det är mot denna bakgrund det är svår att finna tecken på bred oro för stigande inflation, något som ger centralbankerna manöverutrymme.

I USA har Fed, med chefen Ben Bernanke i spetsen, fokuserat på arbetslösheten och att hålla räntorna på låga nivåer fram till 2015. Explicita mål är en arbetslöshet under 7 procent (i dagsläget strax under 8%) och en inflation som ej överstiger 3 procent. Till detta ska läggas att Fed köper bostadsobligationer för cirka 40 MUSD per månad under 2013 och 2014. Köpen av statsobligationer ligger kvar på en stabil nivå om 45 MUSD per månad. De omfattade köpen som leder fram till låga räntor ger effekt i konsumentledet där framtidstron och detaljhandeln stärkts. De låga räntorna ger även konsumenterna möjlighet att amortera ned skulder samt i bästa fall öka konsumtionen. Även de stigande priserna på fastigheter är en viktig faktor till att hjulen kan börja snurra snabbare i USA. Men naturligtvis finns hot och risker. Den risk som kommer att få störst fokus är frågan om USA:s ekonomi kastas handlöst över budgetstupet "the fiscal cliff".

I eurozonen förblir utvecklingen svag. Arbetslöshet leder till sjunkande konsumtion hos hushållen, samt att staterna fortsätter att banta sina budgetar. Refiräntan kommer sannolikt att ligga kvar på 0,75 procent. Osäkerheten om framtiden bekräftas av att investerare hellre väljer god likviditet och trygghet genom att placera pengar i tyska statens tvåårspapper till negativ ränta. Innebärande att man betalar för säkerhet. Ljussglimtar finns dock i just Tyskland som exporterar varor och tjänster till områden där efterfrågan hålls uppe såsom Kina och Sydamerika. I början av hösten införde ECB ett nytt stödprogram i euroområdet det så kallade OMT (Outright Monetary Transactions). Om OMT-programmet aktiveras, börjar ECB köpa ett lands statsobligationer i andrahandsmarknaden, om detta ansöker om och får godkänt ett finansiellt stöd från nödlånefonderna EFSF/ESM. Inget land har till hittills

ansökt, men enligt SEB: s bedömning kommer en ansökan från Spanien inom sex månader. Kombinationen av insatser från ECB och nödlånefonderna syftar till att sänka/hålla nere lånekostnaderna för de länder som omfattas.

I Japan kommer styrräntan under överskådlig tid att ligga kvar strax över noll, och BoJ sjösätter med stor sannolikhet ytterligare betydande värdepappersköp under det närmaste året.

I övriga Asien har faran för att Kinas ekonomi hårdlandar minskat betydligt och svängt till en viss optimism. Kinas penningpolitik har under hösten legat stabilt med en styrränta på 6 procent, vi tror att denna nivå behålls under 2013. Indien har till skillnad från Kina en svagare utveckling, BNP når 6 procent under 2013 och 6,2 procent 2014. Inflationen faller ned mot cirka 7 procent och en del åtgärder har vidtagits för att minska budgetunderskottet. Centralbanken ser den fallande trenden för inflation och behovet av en starkare tillväxt som skäl till mer aktiv penningpolitik. Tre sänkningar om totalt 75 punkter under de tre första kvartalen 2013 ligger i korten.

Sverige och Norge

Norges Bank brottas med att motverka överhettning i ekonomin, styrräntan ligger idag på 1,50 procent (ändrad senast mars 2012), och vi bedömer som tidigare att vi får åtminstone tre höjningar under 2013. I Sverige är vår bedömning att Riksbanken kommer att fortsätta på sänkningsspåret, den första nu i december (till 1 procent) och nästa ned till 0,75 procent i februari nästa år. Ökande antal varsel och stigande arbetslöshet och låga inflationsförväntningar under 2013 talar för att Riksbanken sänker.

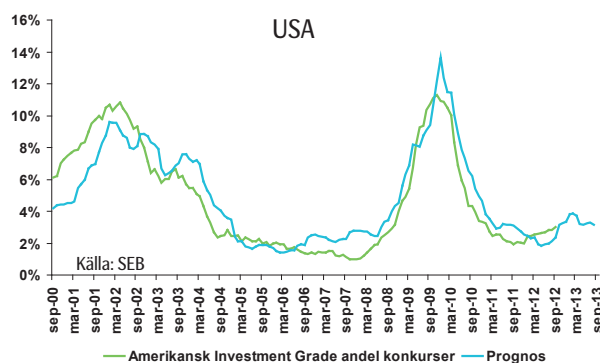
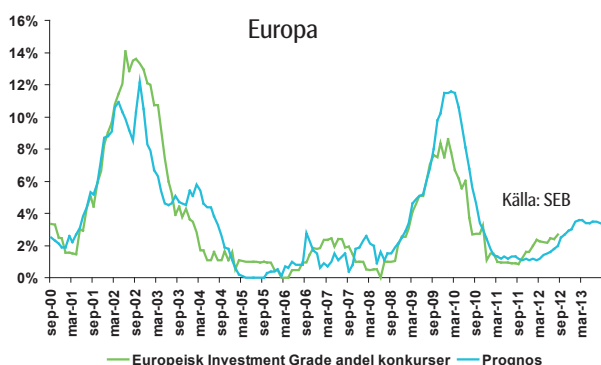
Vi bedömer att svenska obligationer kommande 12 månader avkastar mer än 0,5 procent medan obligationsräntor i euroländerna och i USA ger cirka 1 procents avkastning. Företagsobligationer med lägst BBB- (Investment Grade) väntas ge mer än 2,5 procent och avslutningsvis finns det fortfarande värde i obligationssegmentet med något högre risk, High Yield, som vi tror ger mer än 6,5 procent.

Företagsobligationer är värda att tala lite extra om. Vi har haft en fantastisk utveckling under senaste 12 månaderna. Vissa High yield-fonder har avkastat 13-16 procent. Investment Grade-obligationer har avkastat upp till 8-9 procent. Frågan är då om vi har sett den bästa tiden för detta tillgångsslag? Sannolikt lär vi inte under kommande år se samma höga avkastning, men intresset för obligationer utgivna av företag har kommit för att stanna. Detta gäller inte bara från investerarhåll utan även från emittenter som ser kapitalmarknaden som ett nytt och bra komplement till att söka finansiering hos bankerna. Här sticker Sverige ut som en av de marknader som kan utvecklas mer.

En tydlig tendens har under året varit att företag har förlängt löptiden på sina skulder, vilket bådär gott för likviditetssituationen hos företagen.

Frågan är om vi står inför en värderingsbubbla när vi talar om High Yield-obligationer? Vårt svar är nej, det är inte vår bedömning. Om någon värderingsbubbla finns i obligationsmarknaden återfinns den i så fall bland olika OECD-länders statsobligationer. I USA har räntan på 10-års statsobligationer handlats på nivåer som är de lägsta sedan 1900.

INGEN FARA PÅ KONKURSTAKET VARKEN I EUROPA ELLER I USA



Recessionen i början av nya millenniet och den som inträffade 2008-2009 fick andelen konkurser i USA och Europa att skjuta rejält i höjden. För närvarande är konkursandelen avsevärt lägre, och ungefär densamma som under 2007. Enligt SEB:s bedömning blir den endast något högre under det närmaste året. Det speglar dels vår prognos om en lite starkare global konjunktur 2013-2014, dels att företagshälsan är bättre än på länge.



Mindre politikpåverkan ger bättre förutsättningar

- *Bättre risksentiment gav bra kvartal för Equity L/S...*
- *...och Credit L/S kunde dra nytta av centralbankers åtaganden*
- *Vårt fokus ligger alltså på snabbfotade förvaltare och marknadsneutrala strategier*

Det tredje kvartalet präglades av en ökad aktivitet från politiskt håll. Under juli drevs marknader av den numera välbekanta oron kring Europas periferi. Risktillgångar sjönk och räntor i Europas utkanter steg. I slutet av juli utropade dock centralbankschefen Mario Draghi att Europeiska Centralbanken, ECB, skulle "göra vad som än krävs" för att rädda euron något som åtföljdes av "obegränsade köp av obligationer" i krisländer inom EMU som sökt formell finansiell assistans. Uttalandena präglade omedelbart marknadens sentiment positivt och slog an tonen för resten av kvartalet. Som helhet blev det ett positivt kvartal för hedgefonder. HFRX Global Hedge Fund Index steg 1,45 procent medan aktieindexet MSCI World Index steg 6,1 procent (i EUR). HFRX Equity Hedge utvecklades bäst med bakgrund av den starka aktiemarknaden följt av HFRX Event Driven. Strategier som utvecklades sämre var Net Short Bias och Merger Arbitrage. Skillnaden mellan förvaltare var dock som vanligt stor. Inom Macro-CTA levererade många av de största aktörerna negativt eller oförändrat resultat medan indexet steg ungefär 1 procent under perioden. Vi kommer fortsatt att fokusera på förvaltare med frihet att rotera portföljerna snabbt och som har mindre av strukturell exponering och inriktning gentemot marknaderna. Vi undviker mindre likvida strategier även om vi inser att det finns god potential inom Distressed och Structured Credit. Vi drar ned på CTA, men ser fortfarande ett värde i form av diversifierande egenskaper till övriga tillgångsslag.

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 förvaltares 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 rikttningsändringarna 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 vilket kreditspreadarna har 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)				
		Okt-Nov 2012	Q3 2012	2012 YTD	2011	2010
Global Hedge	HFRX Global Hedge Fund	-0,44	1,45	2,24	-8,87	5,19
Equity Hedge	HFRX Equity Hedge	0,33	2,19	3,74	-19,08	8,92
Relative Value	HFRX Relative Value Arbitrage	-0,57	0,66	2,22	-4,00	7,65
Event Driven	HFRX Event Driven	-1,01	1,86	3,84	-4,90	1,98
Macro	HFRX Macro	-0,59	0,94	-1,47	-4,88	-1,73

Källa: SEB



Likvida marknader stödjer affärsaktiviteten

- *Primärmarknader - ett substitut för statsobligationer*
- *REIT:s årets vinnare*
- *2012 - ett gynnsamt år för risktillgångar*

Aktiviteten på den globala marknaden för kommersiella fastigheter stabiliserades under årets tredje kvartal även om den föll tillbaka något såväl på kvartalsbasis som på årsbasis. För helåret har utvecklingen varit starkast i Nordamerika där både USA och Kanada registrerat högre affärsaktivitet jämfört med föregående år. I Asien har utvecklingen legat i linje med den under 2011, däremot har Europa som helhet haft en sämre aktivitetsutveckling även om många av de större marknaderna i regionen, mycket tack vare ett ökat internationellt investerarintresse, lyckats hålla aktiviteten uppe.

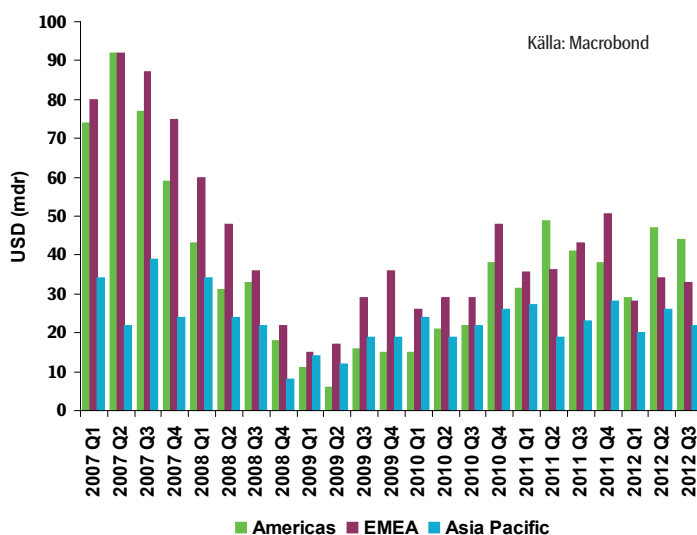
På sektornivå registreras fallande affärsaktivitet inom detaljhandelsfastigheter samtidigt som investerarintresset för kontorsfastigheter vuxit under 2012. Efter ett antal år med fallande marknadsandelar har investerare i år återvänt till kontorsfas-

tighetssektorn. Under 2012 står sektorn för hela 50 procent av den globala transaktionsvolymen och är en av få sektorer som uppvisar ökad affärsaktivitet, trots att fastighetsmarknaden av kommersiella fastigheter överlag uppvisat fallande aktivitet.

Osäker konjunktur gynnar likvida marknader

Fortsättningsvis är det de större och mer likvida marknaderna som i första hand lockar till sig investeringar, en trend som gjort sig gällande de senaste tre åren. Denna trend har pressat avkastningstalen och lyft tillgångspriserna inom primärmarknader till klart mindre attraktiva nivåer. Att investeringstrenden trots det håller i sig vittnar om att investerare i första hand vill minimera risken i sina investeringar. Att maximera avkastningen har varit sekundärt.

Traditionellt är statsobligationer ett tillgångslag som placerare rört sig till när riskviljan dämpas, men med dagens extremt låga statsobligationsräntor är tillgångslaget inte lika intressant. Placerarna finner då alternativ till statsobligationer genom investeringar inom fastighetsmarknadens mindre riskfyllda delar. Denna ökade efterfrågan på kvalitet till låg risk på fastighetsmarknaden har dock lett till att avkastningsnivåer på primärmarknader idag kanske inte kan motiveras i rådande



AKTIVITETEN STABILISERAS

Aktiviteten på den globala marknaden för kommersiella fastigheter stabiliserades under årets tredje kvartal även om den föll tillbaka något såväl på kvartalsbasis som på årsbasis. Fortsättningsvis var det de större och mer likvida marknaderna som i första hand lockade till investeringar.

konjunkturläge och med dagens ekonomiska framtidsutsikter. Läger vi därtill det faktum att man med en kort resa från dessa kärnmarknader kan finna fastighetsbestånd som erbjuder betydligt högre avkastning är det fullt förståeligt att affärsaktiviteten på sekundärmarknader också tilltagit på senare tid.

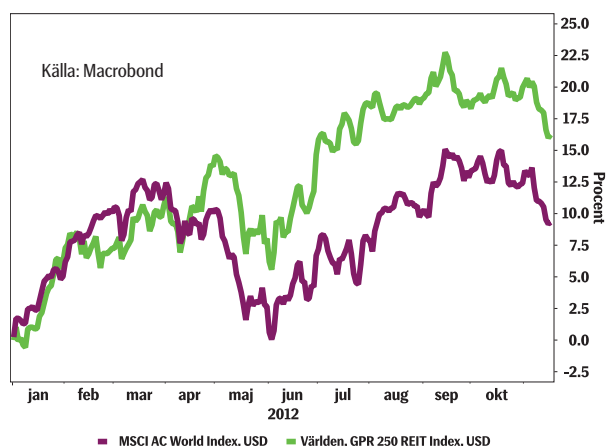
Växande intresse för fastighetsexponeringar

I senaste numret av Investment Outlook (utgiven 11 september 2012) påpekade vi det ökade intresset för placeringar inom fastighetssektorn under året. Vi nämnde dels det kraftigt växande antalet företagsobligationer som dykt upp på marknaden som en följd av fastighetsbolagens allt stramare finansieringsvillkor, samt en ökad efterfrågan hos placerare att investera på obligationsmarknaden.

Vi nämnde också det växande intresset för fastighetsexponering via REIT:s (Real Estate Investment Trusts). Förutom att placerare lockas av den generellt höga direktavkastningen bolagen delar ut (av juridiska skäl är en REIT förpliktigad att dela ut minst 90 procent av skattebar inkomst) är också likviditetsaspekten tilltalande för den som söker en fastighetsexponering, men inte är beredd att binda upp kapital över en längre tidsperiod.

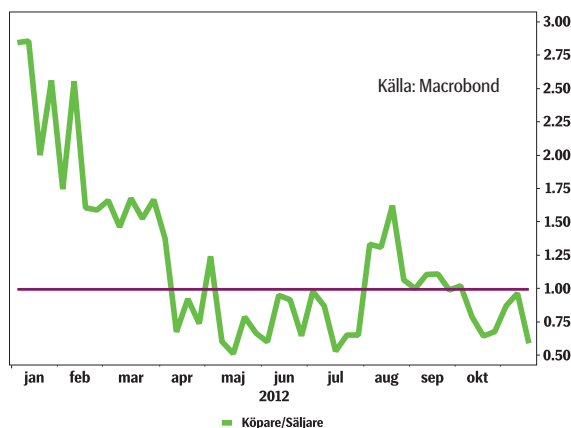
REIT:s utgör idag den klart största köparen av kommersiella fastigheter och precis som det växande antalet fastighetsobligationer ser vi också allt fler REIT-fonder dyka upp på marknaden. Placeringar i REIT:s har under 2012 också varit en av de mest framgångsrika strategierna. Ett globalt REIT-index (GPR World REIT) är upp närmare 20 procent i år, vilket kan jämföras med en uppgång på den globala aktiemarknaden (MSCI World) på omkring 10 procent i lokal valuta.

REIT:S HAR UTVECKLAS STARKT I ÅR



I takt med att REIT marknaden vuxit under 2012 har den också utvecklats väldigt starkt såväl absolut som relativt. Ett globalt REIT-index (GPR World REIT) är upp närmare 20 procent i år vilket kan jämföras med en uppgång på den globala aktiemarknaden (MSCI World) på omkring 10 procent.

RISKVILJAN DÄMPAD UNDER EN STOR DEL AV ÅRET



Trots att riskviljan varit dämpad i stort sett sedan april har risktillgångar haft en god utveckling i år. Företagsobligationer med hög risk (High Yield), aktiemarknaden och REIT-marknaden har alla tillhört vinnarna under 2012.

Risiktillgångar har utvecklats starkt trots låg riskvilja

2012 har varit ett år där placerare i första hand jagat stabil och jämn avkastning. Riskviljan har under stora delar av året varit relativt låg, men trots det har många risiktillgångar utvecklats starkt. En förklaring till utvecklingen skulle kunna vara att placerare lockats längre ut på riskskalan för att finna avkastning i dagens lågräntemiljö. Från statsobligationer har man rört sig till företagsobligationer och EM Debt som båda haft en fantastisk utveckling i år. Därifrån har man forcerats vidare ut på riskskalan och in i aktiemarknaden. Väl på aktiemarknaden har man inte tagit mer risk än nödvändigt och således i första hand placerat i de mest stabila sektorerna, bolag där direktavkastningen är som mest pålitlig. Detta investerarbeteende har bland annat medfört en stark utveckling för många icke-cykliska sektorer på aktiemarknaden men också, som ovan nämnt, en stark utveckling för REIT-marknaden som gynnas av sin attraktiva utdelningsstruktur. Investerarbeteendet är också en förklaring till varför korrelationer mellan tillgångslag och sektorer fallit tillbaka från de extrema nivåer vi såg vid årsskiftet och därmed skapat ett mer behagligt placeringsklimat sett ur diversifieringssynpunkt.



Hög risk med ökad tillförsikt

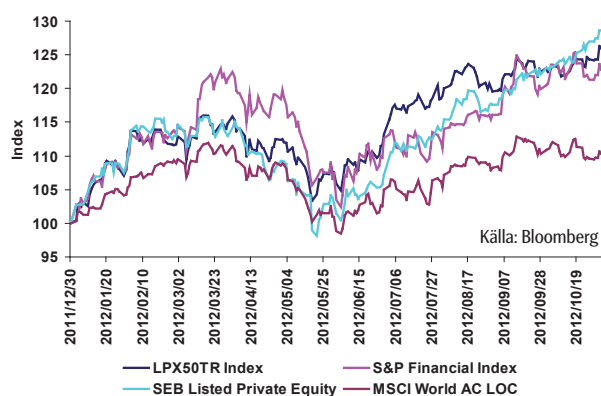
- *Defensiv PE-positionering efter stark utveckling*
- *Fortsatt hög aktivitet i syfte att förtydliga underliggande värden*
- *Höga transaktionsnivåer tillsammans med goda tillväxtutsikter ger långsiktig potential*

I förra numret av Investment Outlook påvisade vi en stark utveckling av underliggande substansvärden för index över noterade PE-bolag. Den starka substansutvecklingen startade i oktober förra året och har, med undantag för några tillfällen med kraftigt avtagande riskvilja, återspeglats i priserna för noterade PE-bolag. Vi såg under våren hur index för noterade PE frigjordes från den historiskt starka kopplingen till finansaktier. Den för noterade PE relativt svagare utvecklingen förklarades av den svagare tillväxtbilden tillsammans med den osäkra finansieringssituationen.

I linje med den starka utvecklingen av underliggande substansvärden blev dock rollerna under sommaren ombytta till fördel för index för noterade PE. Den generellt minskade belåningsgraden bidrog sannolikt till en minskad volatilitet och därmed jämnare utveckling. Den historiska kopplingen mellan tillgångsslagen har dock i skrivande stund åter konvergerat. Om detta är ett tecken på en tillfälligt avtagande riskvilja eller en effekt av en avtagande värdeökning återstår att se.

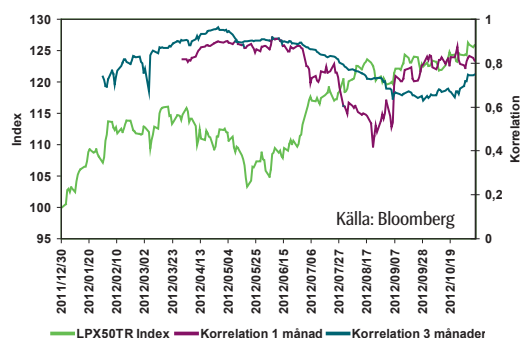
Fundamentala makroekonomiska förbättringar bidrog under hösten till den för flertalet risktillgångar starka utvecklingen. Investerarkollektivets ihållande riskvilja har till stor del drivits av en från flera håll stimulerande penningpolitisk agenda. Skuldproblematiken i Europa ser inte ut att nå en lösning den närmaste tiden och i USA finns risk för fortsatta budgetlösningar. Den politiska medvetenheten har lättat upp spänningarna, men den tillknäppta finansieringssituationen i Europa lär sannolikt bestå en bra tid framöver. Samtidigt som detta skapar hinder för flertalet PE-bolag skapas också möjligheter för dem som kan hitta finansiering från andra källor.

STARK UTVECKLING FÖR NOTERAD PRIVATE EQUITY



Index för noterad PE har under hösten haft en betydligt starkare utveckling än breda aktieindex MSCI Word. Frikopplingen från finansaktier ser nu att ha gått tillbaka samtidigt som SEB Listed Private sedan ett par veckor har brutit kopplingen.

ÖKAD RISKAPTIT, FÖRBÄTTRAD KORRELATION



I takt med att Index för noterade PE har stigit, har både en- och tremånaders rullande korrelation till breda aktieindex MSCI World avtagit. Tremånaders rullande korrelationen har minskat från 0,9 till 0,63 och en månads rullande korrelation är nere på 0,42.

Många PE-bolag är idag mer försiktiga och har sedan länge minskat sin belåning. En försiktigare allokering attraherar nytt kapital, vilket också reflekteras i tillgångsslagets totala förvaltningsmassa. Parallellt med obefintliga avkastningsmöjligheter från riskfria tillgångar har specifika egenskaper i tillgångslag som Private Equity reflekterats i prisutvecklingen. Utveckling för index för noterad PE, LPX50 Total Return, är i år upp 22 procent i lokal valuta, där nästan 20 procent kan härledas utvecklingen sedan maj.

Den gångna hösten har trots politiska orosmoln varit förvånansvärt lugn. Volatilitetsindex, VIX, har en längre tid rört sig kring historiska bottennoteringar något som skulle kunna indikera kortsiktigt ökad riskaversion. Den positiva kursutvecklingen och således högre värderingen har den senaste tiden gjort att investerare och förvaltare kortsiktigt har dämpat riskviljan. Flertalet noterade PE-fonder är, givet den höga värderingen och kvarstående svansrisker så som skuldförhandlingarna i Europa och risken för en "fiscal cliff" i USA, mer defensivt positionerade.

Stigande aktivitet på andrahandsmarknaden

Under årets inledande hälft resulterade det volatila marknadsklimatet i en fortsatt trögörlig exit-marknad. Under sommaren indikerade dock ett minskat gap mellan substansrabatterna på primär- och sekundärmarknaden en ökad affärsaktivitet. Rekordhöga transaktionsnivåer under föregående år har bidragit till att aktiviteten på andrahandsmarknaden har fortsatt att stiga. Flertalet rapporter talar även för att innevarande års transaktioner kommer att överträffa det föregående, vilket talar för en upprätthållen aktivitet in i 2013.

Nya möjligheter attraherar nytt kapital

Rabatten på noterad Private Equity har fortsatt att sjunka och ligger under det kortsiktiga historiska snittet. Vi beskrev i september nummer av Investment Outlook (utgivet 11 september 2012) att de sjunkande rabatterna bör betraktas som ett sundhetstecken. De höga rabatterna som uppkom i samband med krisåren 2007 och 2008 har klamrat sig fast och bidragit till en ineffektiv prissättning av noterad PE. En övergripande trend tycks nu vara att flertalet PE-bolag vidtar åtgärder i syfte att förbättra investerarkollektivets allmänna uppfattning

om tillgångslaget. Åtgärderna omfattar bland annat ökade utdelningar och aktieåterköp i syfte att förtydliga det löpande värdeskapandet och stärka bolagens finansiella ställning. Värdeskapandet som uppkommer genom aktivt ägarskap blir mer transparent och har tillsammans med tryggheten som skapas av penningpolitiska interventioner, sannolikt bidragit till den starka utveckling den senaste tiden.

Det tredje kvartalets jakt på kapital i Private Equity avtog jämfört med nivåerna vi såg under årets andra kvartal. Investerares förtroende för tillgångsslaget förtydligades dock av att de förvaltade tillgångarna totalt inom tillgångsslaget för första gången översteg 3 trillioner USD. Investerare blir allt mer sofistikerade och fortsätter att söka efter nya sätt att approachera intressanta investeringar inom tillgångsslaget. Exempelvis formar den pågående skuldproblematiken i Europa en ny miljö i vilken många banker och kreditfonder drar öronen åt sig.

Goda och volatila avkastningsutsikter

Tillväxtutsikterna för nästkommande år tillsammans med bibehållna låga statsräntor ser ut att kunna upprätthålla trenden av tilltagande riskaptit. Givet SEB:s avkastningsprognos för aktier de kommande 12 månaderna, är utsikterna för noterad PE goda. Det tioåriga historiska betavärdet för noterade PE-index mot världsbörsen MSCI World uppgår till 1,4, något som ger oss en indikation på tillgångsslagets potential i ett riskvänligt investeringsklimat. Med potentialen kommer således också risken och mäter vi den historiska standardavvikelsen de senaste 10 åren är avvikelsen från snittavkastning 25 procent.

Bortsett från en kortsiktig risk för korrektion talar andra förutsättningar för att man som långsiktig investerare har goda möjligheter att tillgodogöra sig både värdeskapande och goda diversifieringsegenskaper genom investeringar i noterade PE-fonder. Stabilare tillväxtutsikter tillsammans med en fortsatt ökad aktivitet talar också för tillgångsslaget. Samtidigt som många PE-bolag har minskat belåningsgraden har både antalet transaktioner och underliggande substansvärden ökat. En omställning som säkerligen kommer att fortsätta att attrahera nytt kapital.



Bättre konjunktur – viktigt för råvarupriserna

- Historiska prisskillnader på olja
- Bra förutsättningar men inget lyft i ädelmetaller
- Spannmål alltså dyrt

Det har varit en dyster utveckling för flertalet råvaror under hösten och även om resan i många fall varit volatil, främst för ädel- och basmetaller, noterar i princip alla råvaror nu lägre priser än i slutet av sommaren. Det har främst varit den globala konjunkturoron som tyngt utvecklingen.

Historisk prisskillnad mellan WTI och Brent

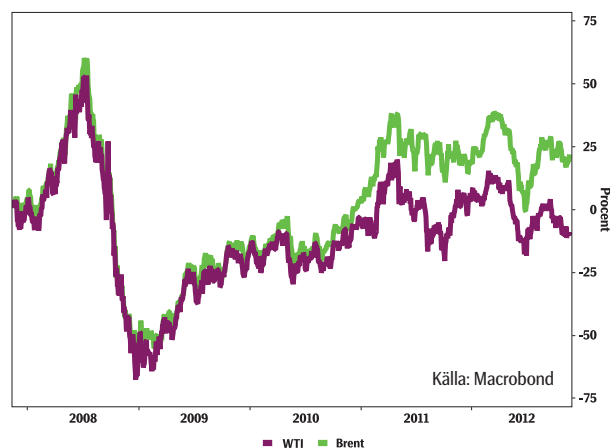
Oljepriset (Brent) har under hösten pendlat mellan 105 och 115 USD/fat för att i skrivande stund handlas runt 110 USD/fat. Givet att vår prognos om en förbättrad global konjunktur håller är vår bedömning att oljepriset kommer att ligga runt dagens nivå även om ett år. Risker kvarstår dock för såväl kraftiga kursrörelser med såväl stigande som fallande priser. De geopolitiska spänningarna, främst mellan Iran och Israel, är en faktor som kan lyfta oljepriset kraftigt. Ett större utbud än vi i dagsläget prognostiserar i kombination med en sämre konjunktur än väntat skulle däremot leda till fallande priser. Att länder som till exempel Saudiarabien behöver ett oljepris på 80-100 USD/fat för att hålla budgetbalans begränsar dock fallhöjden.

Under hösten har oljeutbudet varit större än konsensus hade estimerat. Dels har Libyen fortsatt att överraska och är nu i princip tillbaka i den produktionskapacitet som gällde före konflikten, men även Irak har ökat sin produktion och export. Vidare har utvecklingen och produktionen av så kallad "tight oil" i USA (olja som utvinns ur petroleumbärande formationer med skiffer) överträffat förväntningarna. Detta är ett dyrt sätt att utvinna olja och för hållbara marginaler krävs ett oljepris på åtminstone 80 USD/fat.

För närvarande noteras en större prisskillnad än normalt mellan Brentoljan (Nordsjön) och WTI oljan (Western Texas Intermediate). Prisskillnaden har under lång tid legat på mellan 5 och 20 USD/fat där Brent varit dyrast. I skrivande stund är prisskillnaden cirka 25 dollar vilket är en historiskt hög nivå. Prisskillnaden har ett antal förklaringar. WTI-oljan prissätts i

orten Cushing och där har man ett oljeöverskott i spåren av för liten pipeline-kapacitet. För närvarande har prisskillnaden ökat som en följd av rekordstora produktionsstörningar i Nordsjön i samband med underhållsåsongen, en effekt som kommer avta med tiden.

BRENT OCH WTI PRISERS 5-ÅRS UTVECKLING



Grafen ovan visar hur priset på WTI respektive Brent oljan utvecklats senaste 5 åren. Som framgår är prisskillnaden för närvarande på en historisk hög nivå.

Basmetallrallyt avtog, men räkna med högre priser

Basmetaller avverkade under september sitt andra kursrally för i år drivet av stimulansåtgärder från flera håll i världen och minskad oro för en kinesisk hårdlandning. Priserna föll dock snabbt tillbaka och ligger idag i princip på samma nivå som innan septemberrallyt och inte långt över de lägstanivåer som noterades under 2010. Vår bedömning i september var att basmetaller hade störst potential inom tillgångsslaget råvaror på ett års sikt, en uppfattning vi kvarstår vid. Kina, som står för en betydande andel av global metallkonsumtion (40-50 procent), är en viktig parameter för denna prognos. Oron för prisutvecklingen för basmetaller har en längre tid grundats i huruvida Kina kommer att mjuk- eller hårdlanda, men den senaste tidens allt starkare statistik från kinesiskt håll ger stöd

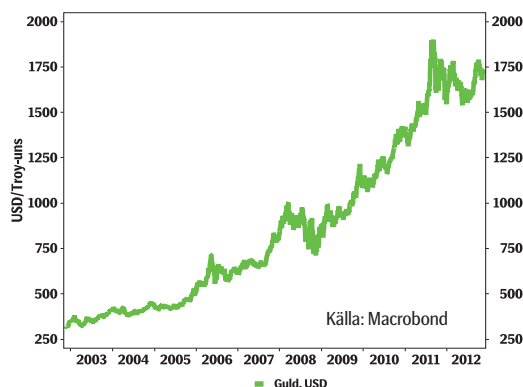
åt vår prognos och minskat risken för hårdlandningsscenariot. Vi räknar visserligen inte med någon kraftig återhämtning i Kina, men bedömer att en försiktig återhämtning bör räcka för att lyfta priserna med upp till 10 procent på ett år. För ett mer uthålligt rally i metallpriserna måste dock marknadens förtroende för en positiv utveckling i Kinas ekonomi öka.

Flertalet metaller prissätts alltjämt lägre än marginalproduktionskostnaden. Nickel prissätts med störst gap till marginalproduktionskostnaden vilket begränsar nedsiderisken i nickelpiset, men även aluminium är alltför billig i relation till produktionskostnaden. Koppar handlas däremot med marginal över produktionskostnaden, vilken delvis förklaras av att metallen i princip inte uppvisar någon utbudstillväxt alls. Aktuella kopparlager är nere på treårslägsta även om de kinesiska lagren är relativt stora (dock inte större än normalt vid en nedgång i ekonomin). Skulle konsumtionen i Kina överraska på uppsidan töms kopparlagren snabbt och skulle potentiellt få kopparpriset att rusa upp mot tidigare toppnivåer (en potential på runt 30 procent). En stabil kinesisk kopparimport och en förbättrad husmarknad i USA ger stöd åt kopparpriset.

Ädelmetallerna lyfter inte trots bra förutsättningar

Förväntningar om kraftiga åtgärder från såväl den amerikanska som den europeiska centralbanken lyfte priserna på ädelmetaller under augusti och inledningen av september. När sedan åtgärderna kommunicerades utlöstes ett rally i ädelmetaller, det blev dock ett kortvarigt sådant. Många hade nog räknat med mer uthålliga uppgångar. Miljön vi befinner oss i borde vara väldigt gynnsam för ädelmetaller, med kraftfulla åtgärder från centralbanker, låga realräntor och en fortsatt relativt stor osäkerhet. Att priser på ädelmetaller inte stiger i detta klimat ser vi som ett svaghetstecken. Man måste dock ta i beaktning att förutom de cirka två senaste årens konsolidering har både guld- och silverpriserna stigit oerhört kraftigt i ett 10-års perspektiv.

PRISUTVECKLING PÅ GULD SENASTE TIO ÅREN



Som framgår i grafen ovan har guldpriset befunnit sig i en konsolideringsfas i cirka två år, i ett 10-års perspektiv har dock utvecklingen varit oerhört kraftig.

Oroligheterna i de sydafrikanska gruvorna, där strejker och våldsamheter gett kraftiga utbudstörningar, eldade på rallyt ytterligare, vilket inte är förvånande då Sydafrika står för en betydande andel av den globala ädelmetallsproduktionen. För platina är andelen cirka 75 procent. Även om vi ännu inte kan blåsa faran över har situationen lugnat ned sig avsevärt i de sydafrikanska gruvorna.

Vi räknar med relativt oförändrade priser på ädelmetaller ett år från idag, för kraftigt stigande priser behöver sannolikt inflationsförväntningarna stiga alternativt den amerikanska dollarn försvagas. För ädelmetaller som platina och palladium är den globala bilförsäljningen också en viktig parameter då cirka 50 procent av produktionen används inom bilindustrin, platina till dieselmotorer och palladium till bensinmotorer.

Spannmålspriser alltjämt för höga

Vi lyfte i september fram att sommarens rally av sällan skådad dignitet i spannmålspriser var över, och att priserna högst sannolikt skulle falla tillbaka. Priserna har sedan dess fallit tillbaka med 5-10 procent och vi bedömer att priserna, även om vi inte räknar med en kollaps, inom ett år är ytterligare 10-20 procent lägre än idag. I takt med att risken för extrema väderförhållanden minskar bör även priserna på spannmål falla tillbaka.

När det gäller prognoser för jordbruksprodukter generellt är väder alltid en riskfaktor. En parameter som inte är helt lätt att förutspå, men den nu kända informationen tyder på mer normala väderförhållanden under kommande vinter, inga "Niños" väntas alltså störa bilden, vilket stödjer vår prognos om fallande priser. En faktor som talar emot kraftiga prisfall på kort sikt är att lagernivåerna är fortsatt låga, främst för majs, men också för sojabönor. Priserna för majs och sojabönor kan därför röra sig sidledes på kort till medellång sikt, men på längre sikt räknar vi med sjunkande priser.

Kinas uppväxling är avgörande för råvarupriserna

Risken för att Kina står inför en hårdlandning har minskat och i USA har makrostatistik i flera fall överträffat förväntningarna. Detta är viktiga faktorer för råvarumarknaderna framöver. Kina konsumerar en allt större del av global råvaruproduktion och bromsar konjunkturen i landet in får det genomslag i de flesta råvarupriser. Kina står inför ett maktskifte och den osäkerhet som är förknippad med det men vår bedömning är att både Kinas och den globala tillväxten växlar upp något under 2013 vilket bör ge stöd åt råvaruprisernas utveckling.



Att skilja agnarna från vetet

- *De traditionella reservvalutorna tyngs av ländernas problem...*
- *... medan valutaalternativen backas upp av välskötta ekonomier*
- *Till vetet i valutamarknaden hör bland andra norska kronan samt valutor i EM-sfären*

Världens valutamarknad har på senare tid präglats av avtagande aktivitet, vilket gjort att också kursrörelserna varit mindre än vanligt. När svängningarna tidigare varit små - exempelvis under 2006 och 2007 - var det mindre svårt att spå valutautvecklingen, eftersom kurserna då drevs av starka trender. Den nuvarande lugna marknadsutvecklingen kan emellertid inte kopplas till ovanligt stor förutsägbarhet om vart ekonomin är på väg, utan är istället ett resultat av de senaste årens exemplösa finansiella och konjunkturella dramatik. Denna dramatik har fått valutamarknadens aktörer att bli osedvanligt försiktiga och minska sina exponeringar till ett minimum, något som påtagligt dämpat kursrörelserna.

En stark drivkraft i valutamarknaden har länge varit globala kapitalplaceringar, som i större utsträckning sökt sig till alternativ till de stora etablerade reservvalutorna amerikanska dollar, yen, euro och brittiska pund (USD, JPY, EUR och GBP). Kapitalflöden har lämnat dessa valutor och färdats i riktning mot mindre valutor som är uppbackade av ekonomiskt välskötta länder, exempelvis den svenska och norska kronan, liksom Australiens och Kanadas råvaruvalutor. Givet stora ekonomiska och politiska problem, samt osäkra utsikter som bland annat präglar Euroland och USA, torde detta förbli en central drivkraft i valutamarknaden - dock utan att ständigt dominera.

Den rådande osäkerheten fortsätter av allt att döma att dämpa de globala placerarnas aptit på finansiella tillgångar i Euroland och USA. Visserligen har risken för att EUR ska upphöra i sin nuvarande form minskat som ett resultat av att Europeiska Centralbanken (ECB) lanserade obligationsköpsprogrammet OMT (Outright Monetary Transactions), och även av de steg som tagits mot ökad integration av Eurolands eko-

nomier, däribland planerna på en bankunion med möjlig start i början av 2013. Men samtidigt består många fundamentala problem i flera av de krisdrabbade ekonomierna, inte minst en mycket svag internationell konkurrenskraft. Det senare gäller för övrigt även i hög grad unionens näst största ekonomi, Frankrike.

På andra sidan av Atlanten ökar nu parallellt pressen på politiker i Washington att nå en budgetöverenskommelse för att undvika en kraftig finanspolitisk åtstramning under nästa år ("Fiscal Cliff"), vilken skulle göra att ekonomin faller ned i en recession. Kongressens budgetkontor spår ett BNP-fall på 0,5 procent 2013 i händelse av att "cliffen" realiserar, som kan jämföras med SEB:s prognos om en tillväxt på cirka 2,5 procent (baserad på en betydligt mindre finanspolitisk skärpning). Så länge risken för detta kvarstår torde EUR/USD-kursen förbli kring 1,30 - eventuellt kan USD tillfälligt försvagas något före årsskiftet om de amerikanska budgetförhandlingarna hettar till.

I vårt huvudscenario kommer de statsfinansiella problemen i USA att hanteras på ett ansvarsfullt sätt, samtidigt som det finns risk för nya politiska bakslag i den europeiska integrationsprocessen, vilket skulle försvaga euron. Under loppet av nästa år spås därför EUR försvagas mot USD, och kursen nästa höst ligga vid 1,25.

GBP och JPY har också traditionellt betraktats som reservvalutor. Men nu lider båda ekonomierna av växande skuldsättning och svag konjunktur. Parallellt fortsätter Bank of England och Bank of Japan att föra en mycket stimulerande penningpolitik kännetecknad av synnerligen låga styrräntor och okonventionella åtgärder som obligationsköp. Utsikterna för dessa valutor är mot denna bakgrund också mottågliga.

JPY är idag orimligt dyr, varför den borde försvagas mot många andra valutor under perioden fram till i sommar. Detsamma gäller i hög grad schweizerfranc (CHF). Beträffande GBP handlas denna däremot ganska nära sin långsiktigt rimliga värdering mot såväl EUR som USD. Samtidigt behöver Storbritannien en svag valuta. Brittisk industri kämpar i hård motvind på utlandsmarknaderna. I augusti noterades det näst största handelsunderskottet någonsin. För att klara

av den långsiktigt nödvändiga rebalanseringen av landets ekonomi i riktning mot ökad efterfrågan på brittisk export, behöver GBP försvagas framöver mot EUR och även mot USD. Euroland är för övrigt destinationen för nästan 50 procent av Storbritanniens export.

Efter sommarens kursrally har SEK åter förlorat i styrka mot de stora traditionella reservvalutorna. Ett skäl är att den europeiska statsskuldskrisen med framgång har stabiliserats genom ECB:s OMT-program (se ovan), vilket har sänkt riskpremien på euron och stärkt denna mot många andra stora valutor. Ett annat skäl är att den svenska ekonomin sedan några månader tillbaka har tvärbromsats, efter den goda fart framåt - inte minst jämfört med Euroland - som präglade våren och försommaren.

Detta har bidragit till att inte minst utländska placerare återgått till att handla SEK i enlighet med det gamla mönstret, på temat sälj SEK när konjunkturen faller. Svag tillväxt tillsammans med utsikterna för en inflation i Sverige klart under Riksbankens mål 2 procent på flera års sikt, har dessutom närt förväntningar om att reporäntan kommer att sänkas i vinter i ett eller ett par steg, något som också tyngt SEK.

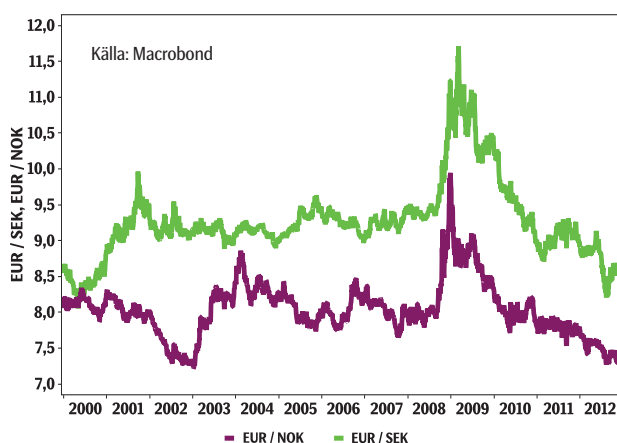
Men Sveriges valuta handlas inte bara enligt gamla mönster, utan utländska portföljflöden är viktiga och dessa stöttar SEK i finansiella och konjunkturella orostider. Samtidigt har många inhemska svenska aktörer - både företag och finansiella institutioner - varit fortsatt historiskt underviktade SEK via långa så kallade FX-hedgar, och de har stor behållning på sina valuta-konton. Vår prognos är att svenska exportörer och institutioner tar tillfället i akt när nu SEK har försvagats något, och köper på sig kronor samt ökar säkringsgraden för sin valutaexponering, även om det kan dröja ett tag givet den för stunden svaga exportorderingen.

När världsekonomin växlar upp igen - vilket i SEB:s kristallkula inträffar i början av 2013 - ökar den svenska exporten snabbare, något som också skulle gagna SEK. Dessutom är Sverige ett av få industriländer med starka ekonomiska fundamenta i form av nästintill balans i statsbudgeten, en liten offentlig skuld som andel av BNP, och stora överskott i bytesbalansen. Till skillnad från Euroland ser Sverige också ut att undvika en recession.

SEK har alltså goda möjlighet att ånyo stärkas på lite sikt. Detsamma gäller i ännu högre grad den norska kronan, NOK, vilken enligt SEB:s bedömning är den valuta som har bäst förutsättningar att appreciera framöver. Förutom synnerligen starka ekonomiska fundamenta i Norge och en tillväxt som slår flertalet europeiska länders, ligger höjd norsk styrränta i korten för 2013.

Andra valutor med förstärkningspotential återfinns i Emerging Markets-sfären (EM), vilka alltjämt är ganska lågt värderade - trots kursrallyt under det tredje kvartalet. Utsikterna för dessa valutor är också goda, av flera skäl. Liksom de nordiska kronorna och råvaruvalutorna i OECD (se ovan) gynnas EM-valutor när globala placerare - på goda grunder - söker alternativ till de stora traditionella reservvalutorna.

Vidare talar både ränte- och tillväxtskillnaderna mellan EM och OECD alltjämt tydligt till EM-valutornas fördel. I hotbilden finns ekonomiska och/eller politiska händelser i USA, Kina, Euroland eller Mellanöstern som sänker riskapiten i finansmarknaderna, och föranleder flykt till höglivida valutor (de stora OECD-drakarna). Vår prognos är att EM-valutorna som grupp stiger med i storleksordningen 5 procent mot USD på 12 månaders sikt.



KRONOR PÅ VERKET

Efter betydande deprecieringar mot euron vid finans- och konjunkturkrisen 2008-2009 har både den norska och svenska kronan apprecierat betydligt i värde mot euron. SEK - som i höst har försvagats på grund av en oväntad skarp inbromsning för svensk ekonomin - har goda förutsättningar att åter stärkas på lite sikt. Samtidigt är NOK enligt SEB den industrilandsvaluta som har störst förstärkningspotential framöver.

