



Investment Outlook

PRIVATE BANKING • INVESTMENT STRATEGY

Aktier går mot ny vår

Mars 2013

S|E|B



Innehållsförteckning

Inledning	5
Portföljstrategi	6
Tema: Dags för aktier att ta revansch på räntor.....	11
Tema: Psykologisk påverkan på ekonomiska beslut	14
Tema: Om man vill ta risk – vilka risker är värda att ta?	16

MARKNAD OCH TILLGÅNGSSLAG

Makrosammanfattning.....	18
Nordiska aktier.....	20
Globala aktier inklusive Landmodellen	22
Räntor.....	26
Hedgefonder	28
Fastigheter.....	30
Private Equity	32
Råvaror.....	34
Valutor.....	36

Denna rapport publicerades den 5 mars 2013

Rapportens innehåll baseras på information och analys tillgänglig före den 26 februari 2013.

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

Anders Olsson

Deputy Chief Investment Officer
+ 46 8 763 69 04
anders.s.olsson@seb.se

Jonas Evaldsson

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

Lars Gunnar Aspmann

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

Reine Kase

Economist
+352 26 23 63 50
reine.kase@sebgroupl.lu

Victor de Oliveira

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

Carl-Filip Strömbäck

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

Lars Granqvist

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

Cecilia Kohonen

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

Esbjörn Lundevall

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

Denna rapport kommer från SEB och innehåller allmän marknadsinformation om SEBs finansiella instrument. Varken materialet eller de produkter som beskrivs här är avsedda för distribution eller försäljning i USA eller till person bosatt i USA, s.k. U.S. Person, och all sådan distribution kan vara otillåten. 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.



Aktier går mot ny vår

Den uppgångsfas vi sett under slutet av förra året och i inledningen av detta grundar sig i en positiv förändringsriktning av konjunkturdata. Frågan man bör ställa sig är huruvida börsuppgången är hållbar eller inte? Är det början på en ny längre uppgångsfas eller är det en tillfällig paus i den krispåverkade volatila period vi befunnit oss i under längre tid?

Vår bedömning är att en ny hållbar fas har startat och i det här numret av Investment Outlook går vi igenom förutsättningarna för detta. Perioden innebär troligen ett bättre klimat för aktieinvesteringar än vad de senaste åren erbjudit.

En viktig förutsättning är dock att vi får en stabilitet i den globala konjunkturen som kan bära marknaderna över de risker som fortsatt finns i världsekonomin. Vi har nämligen fortfarande en del att bekymra oss över. Den politiska utvecklingen i Europa kan fortsätta att ge överraskningar både i de länder som har finansiella problem som Spanien och Italien, och i den övergripande processen mot ett federalt Europa.

En intressant fråga som vi resonerar om i det här numret är hur vår vilja att ta risk har ändrats de senaste åren. Vår vilja att investera och hur vi ser på marknader styrs ju till stor del av våra tidigare erfarenheter, och de senaste åren har varit kämpiga!

Det finns i princip en hel generation av placerare som aldrig upplevt aktiemarkanden som en stabil avkastningskälla. I media talas det då och då om att det är "slutet på aktiekulturen". Sådana kommentarer brukar signalera bra köptillfällen, men det fordrar att man är beredd att ta och leva med vissa risker, risker som bärs av tillväxt i konjunkturen. Det är en annan kärnfråga, hur ser vi på tillväxtutvecklingen framöver?

Europa fortsätter just nu att vara ett sorgebarn, USA har statsfinansiella problem och Emerging Markets växer, men något långsammare än vi är vana vid. I det här sammanhanget gäller det att se de långa cyklerna. De ger ledning i hur man skall se på olika tillgångsslag i ett historiskt perspektiv. Vår bedömning är att det finns goda skäl att se hoppfullt på framtiden. Goda möjligheter till avkastning finns, men det gäller som alltid att lägga förväntningarna på en rimlig nivå. I vår analys av de sju tillgångsslag vi bevakar läser du mer om dessa möjligheter.

Vi kan mycket väl befinna oss på tröskeln till, eller i början av en ny fas. Strukturen på den blir intressant och förutsättningarna faller bit för bit på plats.

HANS PETERSON

*Chief Investment Officer Private Banking
and Global Head of Investment Strategy*



Marknadens checklista 2013 - tre saker krävs

- **Konjunkturbilden ska ge möjligheter till en positiv riktning**

Senaste data har gett bilden av en förstärkt konjunktur framför allt i USA och Kina. Ländernas storlek gör att makrostatistiken därifrån sänder viktiga signaler för hela världen och bra statistik verkar stabiliserande för den globala konjunkturen.

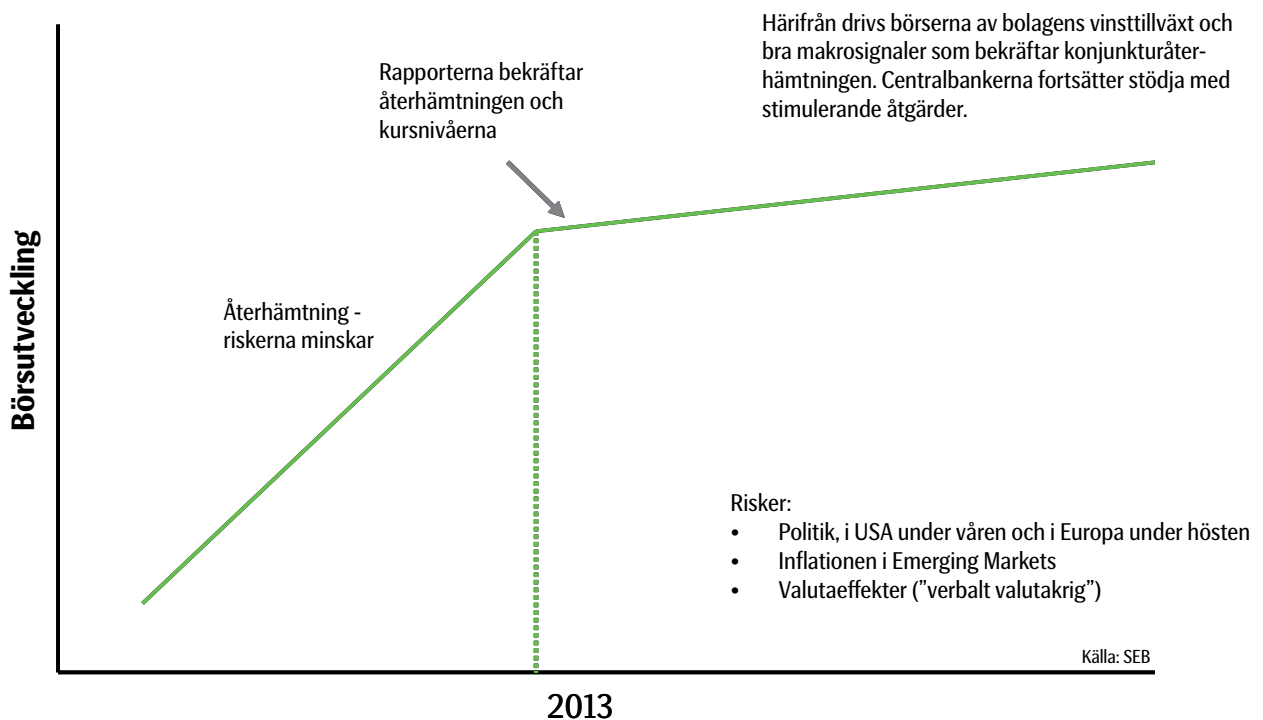
- **Värderingen av marknader skall vara rimlig**

Aktiemarknaderna har blivit högre värderade genom den kraftiga kursuppgång som präglade inledningen av året. Idag finns ingen självklar rabatt, och utvecklingen härifrån drivs av vinsttillväxt. Den senaste rörelsen för spreadarna mellan företagsobligationer och statsobligationer indikerar en rimlig värdering.

- **Det skall finnas god likviditet**

Centralbankerna fortsätter att stödja konjunkturen, de amerikanska sysselsättningsmålen är ett exempel på det. Europeiska Centralbankens åtagande starkt. Chefen Mario Draghi har via ord och handling förstärkt budskapet. Globalt finns det en ny friare syn på rigida inflationsmål.

2013 - TILLVÄXT DRIVER AKTIEMARKNADERNA



FÖRVÄNTAD RISK OCH AVKASTNING KOMMANDE 12 MÅNADER

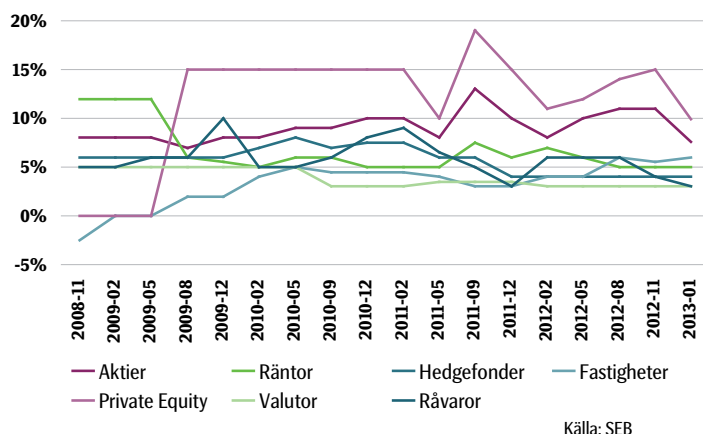
Våra risk- och avkastningsförväntningar är hämtade ur SEB:s House view och bygger på vårt makroskenario (se sid 18). Förväntningarna gäller de kommande 12 månaderna. För aktier avser prognosen den globala aktiemarknaden. För räntebärande avser prognosen en korg med ½ Investment Grade och ½ High Yield-obligationer. Fastighetsprognosen avser REIT-marknaden (Real Estate Investment Trust) medan råvaruprognosen avser en likaviktad korg av råvaruklasserna Energi, Industrimetaller och Ädelmetaller. När det kommer till valutor avser prognosen valutaförvaltares kapacitet att skapa avkastning.

Sedan förra utgåvan av Investment Outlook (utgiven 27 november 2012) har vi gjort två taktiska justeringar främst i tillgångsslaget aktier, där avkastningsförväntningarna i takt med de snabba uppgångar vi haft har dragits ned till cirka 7 procent (från 11 procent) kommande 12 månader. Sedan 1 december har världsbörsen enligt MSCI World i lokala valutor stigit med drygt 8 procent. Återhämtningen är alltså inledd och i det mycket korta perspektivet finns givetvis risk för en mindre korrigering på börserna, men långsiktigt kvarstår potentialen för aktiemarknaderna, inte minst satt i relation till alternativa avkastningskällor på räntesidan.

När vi gör prognoser arbetar vi med 12-månadersantaganden för att ha en gemensam tidshorisont för de portföljsimuleringar vi gör. I vårt ställningstagande att aktiemarknaderna är köpvärda ser vi dem i ett konjunkturykelperspektiv.

TILLGÅNGSSLAG	FÖRVÄNTNINGAR KOMMANDE 12 MÅN		KOMMENTAR
	AVKASTNING	RISK	
Aktier	7%	18%	Värderingen av aktier är rimlig förutsatt att vinstprognoserna håller. Bekräftelse önskvärd för att få en ökad stabilitet. Bättre makro, stabila vinster och flöden in i aktiemarknaden ger bra förutsättningar.
Räntebärande	5%	9%	Ränteskillnaderna mot statsobligationer är fortsatt attraktiva på High Yield företagsobligationer, medan Investment Grade i dagsläget har för mycket kursrisk för att vara attraktiva. Totalt sett mindre potential i tillgångsslaget.
Hedgefonder	4%	5%	Generellt bättre förutsättningar för hedgefonder efter ett utmanande 2012.
Fastigheter	6%	13%	Marknaden har mognat, men fortsatt låg transparens. Primärmarknader tilltalar mest, men också intressanta alternativ i sekundärmarknader även om risken då ökar.
Private Equity	9%	24%	God tillväxt och rimliga värderingar ger bra förutsättningar i ett klimat med ökande riskvilja. Vid osäkerhet och hög volatilitet drabbas tillgångsslaget hårdare än aktier.
Råvaror	3%	18%	Drivs av tillväxten i Kina, som nu ser ut att stabiliseras. Dock kvarstår oron för konjunkturutveckling på global nivå och sedvanliga väderförhållanden. Selektivt intressant där industrimetaller är vårt huvudsakliga investeringsval.
Valutor	3%	4%	Starka finansiella balanser, snabb tillväxt, höga räntor, utsikter till god riskapitet och OECD:s penningpolitik är argument för att EM-valutor fortsätter att stiga i värde mot OECD-valutor.

Källa: SEB



Källa: SEB

FÖRÄNDRINGAR I VÅR FÖRVÄNTADE AVKASTNING

Sedan förra utgåvan av Investment Outlook (utgiven 27 november 2012) har vi gjort justeringar främst i tillgångsslaget aktier, där avkastningsförväntningarna i takt med de snabba uppgångar vi haft har dragits ned. Samma sak gäller för Private Equity, som haft en stark utveckling på kort tid.

HUVUDSTRATEGIER I VÅR PORTFÖLJFÖRVALTNING 2013

Aktiemarknaden återhämtas och är i en bra trend 2013.

Tillväxten i världen har en positiv utveckling och vi ser två bra år 2013-2014 framför oss, det kommer att driva aktiemarknaden uppåt och gradvis öka riskviljan. Det kommer innebära att allt mer kapital flödar in till aktiemarknaden och lämna andra tillgångsslag, vilket kan vara inledningen på den stora återhämtningen... 20 år framåt

Allt mer tillväxtinriktat, i flera dimensioner.

Under den svaga perioden var defensiva bolag i fokus på aktiemarknaden, nu kommer fokus alltmer att riktas mot tillväxtbolag av olika slag. De fortsatt låga räntorna ger också goda förutsättningar för tillväxtbolagen.

Asientillgångar inom aktier, valutor och obligationer fortsatt intressanta.

God tillväxt i Kina, kapitalflöden till alla delar av de asiatiska marknaderna, starka handelssiffror. Ett offensivt Japan som stimulerar får påverkan i hela Asien.

Europa – återhämtningen pågår, från låg nivå... värderingar attraktiva.

Europa har stor tillväxtpotential med mycket återhämtning kvar. Penningmängden börjar stiga. Sannolikt stramar politikerna inte åt så mycket mer. Det finns en positiv vändning i bytesbalanser och gradvis i produktivitet.

Oblighationsräntorna är gradvis på väg uppåt.

Botten är nådd... Strategisk utmaning för många investerare. Detta leder till mer placeringar i hedgefonder och fria investeringsmandat på räntesidan och ger sannolikt också flöden till aktiemarknaderna.

Företagsobligationer ger fortsatt bra avkastning, men till begränsad potential.

Ränteskillnaderna mot statsobligationer är fortsatt attraktiva för företagsobligationer med lägre kreditrating (High Yield), medan företagsobligationer med högst kreditkvalitet (Investment Grade) i dagsläget har för mycket kursrisk för att vara attraktiva. Totalt sett mindre potential i tillgångsslaget än tidigare.

TILLGÅNGSSLAG	VIKT*	KOMMENTAR
Aktier	1 2 3 4 5 6 7	Värderingen av aktier är rimlig förutsatt att vinstprognoserna håller. Bekräftelse önskvärd för ökad stabilitet. Bättre makro, stabila vinster och flöden in i aktiemarknaden ger bra förutsättningar. Europa och cykliska aktier i fokus. Vi fortsätter att lyfta fram Asien och Emerging Markets som mest intressanta. Förutom Kina är vi positiva till mindre utvecklade länder i Asien som Indonesien, Malaysia och Thailand. Östeuropa är också ett attraktivt placeringsalternativ med låg värdering och hög tillväxt.
Räntebärande	1 2 3 4 5 6 7	Företagsobligationer att föredra, värde främst i High Yield, där default-antagandena är fortsatt låga. Spreadarna har minskat, men fortsatt på rimliga nivåer. Statsobligationer mindre attraktiva då räntorna snabbt rör sig uppåt när ett positivare konjunkturscenario diskonteras.
Hedgefonder	1 2 3 4 5 6 7	Marknadsneutrala strategier och de med visst inslag av aktierisk är att föredra i rådande marknadsläge.
Fastigheter	1 2 3 4 5 6 7	Marknaden har mognat, men fortsatt låg transparens. Vi har inte tillgångsslaget i våra portföljer för närvarande.
Private Equity	1 2 3 4 5 6 7	God tillväxt och rimliga värderingar ger bra förutsättningar i ett klimat med ökande riskvilja. Vid osäkerhet och hög volatilitet drabbas tillgångsslaget hårdare än aktier. Vi väljer att inte ta den risken i våra portföljer just nu.
Råvaror	1 2 3 4 5 6 7	Selektivt intressant där industrimetaller är vårt huvudsakliga investeringsval.
Valutor	1 2 3 4 5 6 7	Mycket handlar om asiatiska valutor i länder med starka fundamenta. Yenen i fokus.

* Vikten visar hur vi för närvarande ser på tillgångsslaget som del av en portfölj. Nivån 4 är neutralläge. Dessa vikter ändras kontinuerligt efter vår taktiska marknadssyn och kan därför avvika från vår långsiktiga strategiska syn på tillgångsslaget. På kundnivå anpassas portföljerna efter varje individuellt behov.

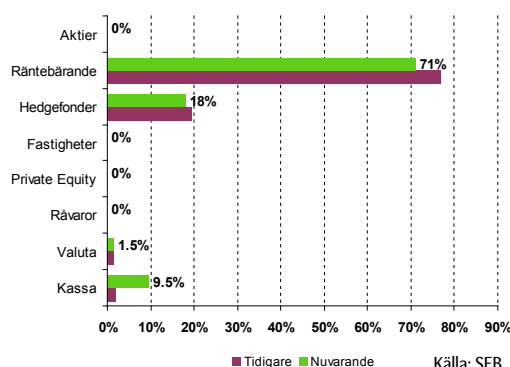
Källa: SEB

MODERNA INVESTERINGSPROGRAM– ALLOKERING ÖVER SJU TILLGÅNGSSLAG I TRE RISKNIVÅER

MODERN PROTECTION

Med risk för stigande räntor framöver ligger stort fokus på ränteriskneutrala placeringar. Cirka 35 procent av portföljallokeringen är "Absolute Return"-förvaltare som har fria mandat och full flexibilitet att utnyttja förändringar i räntekurvan. På så sätt kan de hålla en neutral ränteriskexponering. High Yield-exponeringen, som uppgår till 12 procent, består huvudsakligen av Short Duration High Yield och Leveraged Loans. Inom hedgefundsportföljen (cirka 18 procent) fokuserar vi på marknadsneutrala strategier för okorrelerad avkastning samt Credit Long/Short för att kompensera portföljens totala kreditrisk.

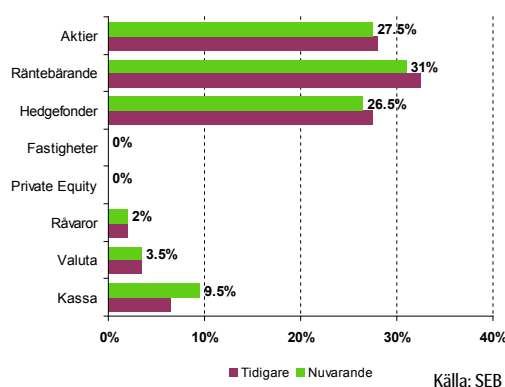
Portföljen bör således kunna skapa avkastning även i ett klimat med stigande räntor, och vi är komfortabla med nuvarande allokering. Framöver kan dock exponeringen mot asiatiska valutor (idag cirka 1,5 procent) komma att ökas.



MODERN GROWTH

Modern Growth är, med en aktie- och High Yield-exponering på 27 procent vardera, positionerad för en fortsatt global återhämtning, men bör samtidigt tåla mer negativa scenarion relativt väl. Hedgefonder utgör dryga 26 procent, vilka ämnar till att stabilisera portföljen och bidra med okorrelerad avkastning till totalportföljen.

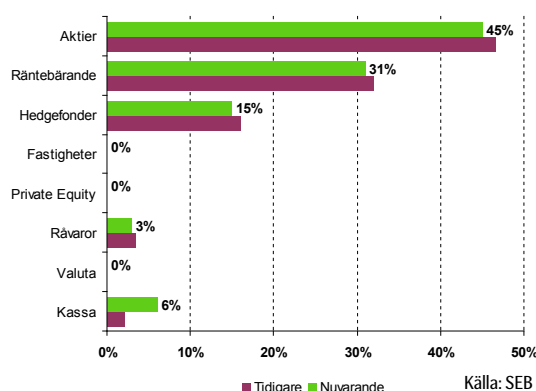
Inom aktier fokuserar vi huvudsakligen på globala aktieförvaltare med god potential att avkasta bättre än aktiemarknadsindex i ett mer positivt konjunkturscenario. Inom Emerging Markets-aktier har vi även en mer specifik exponering mot Asien och Kina. För att ränteportföljen ska kunna stå emot ett scenario med stigande räntor har vi successivt sänkt ränterisken genom Short Duration High Yield och Leveraged Loans.



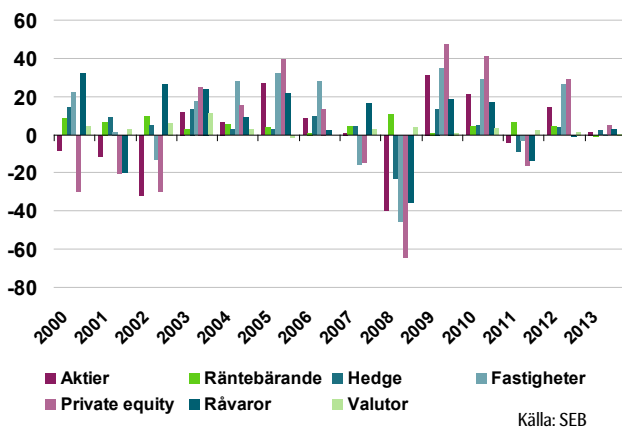
MODERN AGGRESSIVE

Modern Aggressive har liknande innehav som Modern Growth, men tillgångsslagsallokeringen är mer aggressiv med en aktie-exponering på cirka 45 procent medan räntebärande instrument står för 31 procent av portföljen (22 procent High Yield och 9 procent EM Debt). Hedgefonder utgör cirka 15 procent.

Portföljen har, för att nå sitt avkastningsmål på längre sikt, en större exponering mot diverse riskpremier, och får således en mer pro-cyklisk karaktär jämfört med Modern Growth. Totalrisken är dock för närvarande lägre än den för aktiemarknaden generellt.



DE OLIKA TILLGÅNGSSLAGENS UTVECKLING SEDAN 2000



Avkastningen för 2012 är fram till 31 december. Historiska värden är beräknade utifrån följande index:

Aktier = MSCI AC World EUR

Räntor = JP Morgan Global GBI EUR Hedge

Hedgefonder = HFRX Global Hedge Fund USD

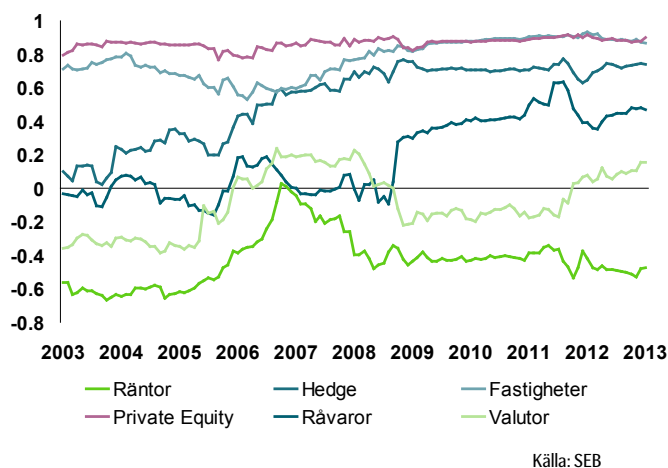
Fastigheter = SEB PB Real Estate EUR

Private Equity = LPX50 EUR

Råvaror = DJ UBS Commodities TR EUR

Valutor = BarclayHedge Currency Trader USD

RULLANDE 36-MÅN KORRELATION MOT MSCI WORLD (EUR)



Historiska värden är beräknade utifrån följande index:

Aktier = MSCI AC World EUR

Räntor = JP Morgan Global GBI EUR Hedge

Hedgefonder = HFRX Global Hedge Fund USD

Fastigheter = SEB PB Real Estate EUR

Private Equity = LPX50 EUR

Råvaror = DJ UBS Commodities TR EUR

Valutor = BarclayHedge Currency Trader USD

HISTORISK KORRELATION (2002-10-31 TILL 2012-12-31)

	Aktier	Räntor	Hedge	Fastigheter	Private Equity	Råvaror	Valutor
Aktier	1,00						
Räntor	-0,40	1,00					
Hedge	0,68	-0,32	1,00				
Fastigheter	0,83	-0,18	0,57	1,00			
Private Equity	0,86	-0,32	0,69	0,88	1,00		
Råvaror	0,36	-0,21	0,67	0,32	0,43	1,00	
Valutor	0,00	0,19	0,18	-0,03	0,03	0,04	1,00

Källa: SEB



Dags för aktier att ta revansch på räntor

Sedan början av millennieskiftet har utvecklingen kännetecknats av en svag period för aktier och en stark period för obligationer. När räntorna på obligationer nu närmat sig nivåer kring noll procent kanske det återigen är dags för en cykel där aktier leder vägen framåt.

Alltsedan början av 1900-talet har både obligations- och aktiemarknaden kännetecknats av sekulära cykler, det vill säga trender med stigande eller fallande kurser som ofta sträckt sig över mer än ett decennium.

Mönstret är tydligast för obligationer, vilka sedan 1920-talet uppvisat regelbundna 30-årscyklar, med exempelvis fallande räntor/stigande obligationskurser från 1980-talets början fram till nu. För aktier är de sekulära trenderna mer oregelbundna i tidsomfång.

Under perioden efter det andra världskriget har obligations- och aktiekurserna ibland stigit parallellt - en sekulär "bull market" för bägge tillgångsslagen - ibland fallit parallellt - en sekulär "bear market" för bägge med trendmässigt sjunkande kurser - medan marknaderna ibland rört sig åt olika håll.

Under 1950- och 1960-talen var aktier inne i en sekulär bull market, medan obligationer präglades av stigande räntor/fallande obligationskurser, en sekulär bear market. Då gynnades aktier av en hög ekonomisk tillväxt och tilltagande framtidstro i samband med återuppbyggnaden efter det andra världskriget, samt även av stabila valutakurser - dessa gynnade handelsutbytet mellan länder - inom ramen för det så kallade Bretton Woods-systemet. Samtidigt innebar en stigande inflation och en stor efterfrågan på lån för att finansiera investeringar att obligationsräntorna successivt steg.

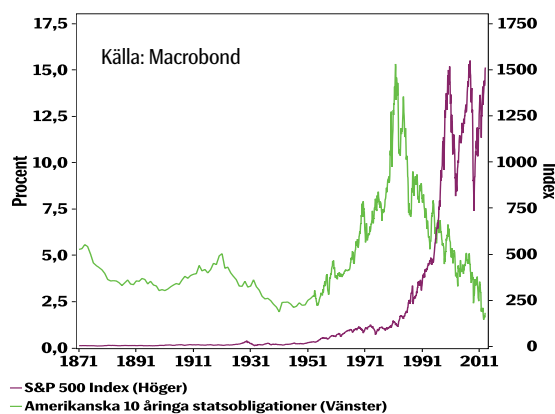
På 1970-talet rådde sedan en sekulär bear market för både obligationer och aktier. Främsta skälet var markant stigande inflation i spåren av inte minst den första oljeprischocken 1973. Mot slutet av decenniet hade obligationsräntorna drivits upp till rekordhög nivå, och centralbanker raskt börjat trappa upp sina styrräntor. På tröskeln till 1980-talet inträffade, som lök på finanslaxen, den andra oljeprischocken.

De skarpt stigande räntorna ihop med en inbromsad ekonomisk

tillväxt och ökad osäkerhet för handeln mellan länder efter Bretton Woods sammanbrott 1972 - många länders valutor blev då flytande - satte tydligt negativa spår i aktiemarknaderna. Under denna bear-period på 1970-talet föll exempelvis S&P 500 drygt 35 procent räknat realt.

Centralbankers starka reaktion på inflationslyftet - styrräntehöjningar parade med sänkt penningmängdstillväxt - fick ganska snabbt till följd att inflationen och förväntningarna på denna började falla ett par år in på 1980-talet, en tendens som sedan höll i sig under de påföljande decennierna. Detta ihop med ånyo högre ekonomisk tillväxt baddade för en sekulär bull market i såväl obligationer som aktier, vilken pågick under en stor del av 1980-talet och hela 1990-talet.

MÅNGSKIFTANDE AKTIE- OCH RÄNTEMÖNSTER



Senaste 100 åren har visat skiftande mönster för aktie- och räntepaceringar, vilka sedan 1970-talet blivit mycket skarpare. Millennieskiftet markerade inledningen på en historiskt svag aktieperiod, men nu finns chans till revansch.

Aktieplacerares optimism fick då även näring från kommunismens kollaps i Europa symboliserad av Berlin-murens fall 1989, och den teknologiska revolutionen under 1990-talet med genombrottet för informationsteknologin i centrum.

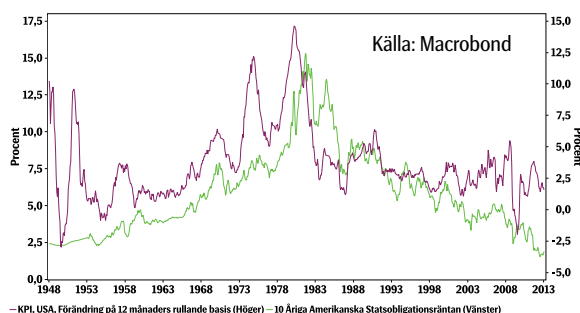
Därefter präglades det första decenniet på det nya millenniet av en mycket allvarlig sekulär bear market för aktier - amerikanska index S&P 500 sjönk nästan 55 procent realt från början av 2000 och fram till våren 2009 - medan obligationsräntorna fortsatte att falla, vilket gav ihållande kursvinster på obligationsplaceringar. Senaste decenniets totala avkastning på aktier har - med undantag av 1970-talet - därför varit den sämsta på över 100 år, samtidigt som totala avkastningen på obligationer varit rekordhög. I relativa termer, jämfört med obligationer, blev som ett resultat den årliga avkastningen på aktier den mest negativa under någon period sedan 1900-talets inledning.

Aktiemarknadsmönstret i till exempel USA från 2000 har väl skuggat mönstret efter kraschen på Wall Street 1929. Men för statsobligationer har den totala nominella avkastningen sedan 1999 varit avsevärt större (ca 130%), jämfört med motsvarande tidsperiod från 1929 och fram till mitten av 1940-talet (ca 50%).

Att obligationsräntorna fortsatt att falla efter millennieskiftet har berott på flera faktorer:

- 1) Den allt lägre inflationstakten och tecken på risk för deflation, allmänt fallande priser.
- 2) Ett växande intresse i Emerging Markets-sfären (EM) att efter Asien-krisen 1997 placera sparöverskott i amerikanska och andra OECD-länders "trygga" statsobligationer.
- 3) Förändringar av regleringar som ökat pensionsfonders och försäkringsbolags efterfrågan på ränteplaceringar.
- 4) Att centralbanker i samband med finans- och konjunkturkrisen 2007-2009 lanserade stora kvantitativa stimulansprogram i form av obligationsköp.
- 5) Den brustna IT- och telekombubblan 2000-2001 liksom de exempellösa händelserna 2007-2009 följda av stor politisk dramatik även under 2010-2012, är en serie omskakande händelser som fått många placerare att strategiskt öka andelen "riskfria" obligationsplaceringar i sina portföljer, och minska andelen aktier.

INFLATION OCH RÄNTA OFTA HAND I HAND



Allt högre inflation i USA fick landets statsobligationsränta att stiga rejält under 30-årsperioden från 1950-talets början, medan lägre inflation därefter har banat väg för lägre ränta. Sedan millennieskiftet har främst andra faktorer fått räntan att sjunka ytterligare.

I mars 2009 vände aktiekurserna åter uppåt, och sedan dess har världsindex (MSCI i lokala valutor) och S&P 500 stigit 88 respektive 139 procent, parallellt med att obligationsräntornas fall fortgått. Det senare har skett med näring från centralbankers signaler om ihållande ambitioner att stötta ekonomier och finansmarknader med nollräntor och obligationsköp.

Ett par nyckelfrågor som kapitalförvaltare nu bör ställa sig är om mars 2009 markerade inledningen på en ny sekulär bull market för aktier och - som en följd - om aktier som placering ska kunna ta revansch på obligationer? De senare var ju ett överlägset bättre placeringsalternativ under de första cirka tio åren på det nya millenniet.

Ett centralt begrepp som kan hjälpa oss i analysen för att besvara dessa frågor är riskpremie på aktier (ERP, Equity Risk Premium). Följande samband gäller:

Riskpremie på aktier = företagsvinst/aktiekurs (vinstränta, eller på engelska Earnings Yield) - räntan på en tioårig statsobligation

För närvarande är riskpremien mycket hög - i USA kring +5 procent baserat på S&P 500 - som en följd av låga aktiekurser i förhållande till företagsvinster (liktydigt med hög vinstränta och lågt P/E-tal) ihop med den historiskt låga statsobligationsräntan. Under efterkrigstiden är det endast på 1970-talet som riskpremien på aktier varit uppe på så höga nivåer (trots att obligationsräntan då var avsevärt högre än idag).

Dagens höga riskpremie på aktier speglar - förutom den extremt låga obligationsräntan - placerares låga förväntningar på den ekonomiska tillväxten parat med deras stora osäkerhet om de ekonomiska utsikterna. Detta har sammantaget resulterat i sänkta förväntningar på aktiers potentiella avkastning. Aktieplacerare är med andra ord för närvarande obenäga att betala särskilt mycket för varje enhet vinst i företagen. Det motsatta gällde under delar av 1980- och 1990-talen, när riskpremien i USA tidvis noterades så lågt som -3,5 procent. Under efterkrigstiden har den genomsnittliga riskpremien i USA varit svagt positiv.

Grundtipset är att riskpremien ska sjunka framöver från den historiskt höga nivån - premien har sällan parkerat så här högt under någon längre tid - men huruvida det främst sker genom att vinsträntan faller (aktiekurserna stiger i förhållande till företagsvinsterna), eller främst tack vare att obligationsräntan går upp, är naturligtvis av yttersta vikt för placerare.

Först om obligationer

Här är budskapet från historien sedan 1920-talet tydligt; efter 30 år av fallande obligationsräntor är det nu dags för räntecykeln att vända upp! Mycket - kondenserat i den historiskt höga värderingen av obligationer - talar också för att en långsiktig uppgång för dessa räntor är i faggorna, att en sekulär bear market för obligationer således står i begrepp att inledas.

Argumenten för det är utsikterna till en gradvis starkare konjunktur under åtminstone några år, minskande finansiella risker som i sig gör "trygga" statsobligationer mindre attraktiva bland placerare och, lite längre fram, förväntningar om något högre

inflation. Även en generellt större riskaptit liksom ökad tillförsikt om framtiden i de finansiella tillgångsmarknaderna, får placerare att sälja obligationer och köpa aktier.

En obligationsränteuppgång torde emellertid under de närmaste åren bli ganska modest. Dels behåller många centralbanker av allt att döma sin historiskt stimulerande penningpolitik ett bra tag till, dels är riskerna för tydligt högre inflation ganska små så länge som kapacitetsutnyttjandet är lågt (gäller främst i OECD-området). Dessutom innehar "lättfotade" placerare såsom amerikanska hushåll en ganska liten andel ränteplaceringar i sina portföljer (cirka 25%), medan Federal Reserve och andra utländska offentliga aktörer (vilka inte plötsligt skulle göra stora obligationsförsäljningar) nu innehar hela 50 procent av stocken amerikanska statspapper.

Främsta risken mot scenariot med modest stigande obligationsräntor vore en överraskande svag ekonomisk tillväxt ihop med faktisk deflation eller förväntningar om en utbredd sådan, vilket skulle få obligationsräntorna att fortsätta sjunka.

Nu om aktier

Måttfulla uppgångar i obligationsräntorna i enlighet med vårt scenario torde kunna paras med stigande aktiekurser, om bägge rörelserna speglar en bättre konjunktur tillsammans med endast något högre inflationsförväntningar.

Analytiker och kapitalplacerare fokuserar naturligen på fundamentala faktorer för aktiers avkastning, som utsikterna för ekonomisk tillväxt och företagsvinster, samt förändringar i företagens vinstmarginaler. För närvarande tycks uppfattningen hos många vara att dessa faktorer inte kommer att hjälpa aktier särskilt mycket framöver. Det på grund av förväntningar om fortsatt låg ekonomisk tillväxt i spåren av finanspolitiska åtstramningar, och en ihållande skuldsanering hos hushåll, banker och stater. Denna bedömning speglas tydligt i den nu historiskt höga riskpremien på aktier.

Men det gäller att som placerare inte bara fokusera på "det gamla" industrilandsområdet OECD, utan att i bilden även inkludera den betydligt mer snabbväxande EM-sfären. Inte minst tack vare hög och tilltagande tillväxt i EM när, enligt SEB:s prognos, världens BNP-tillväxt över sin trendtakt (knapp

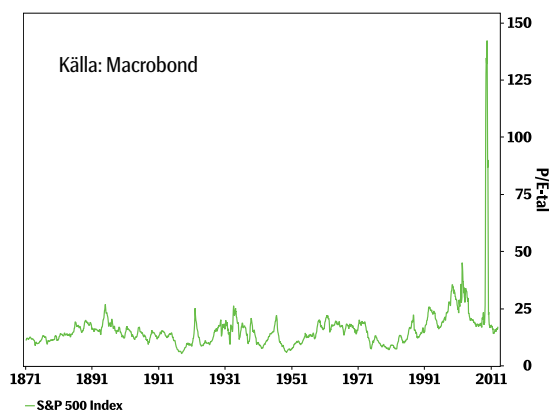
4%) under 2014. Vidare blir den finanspolitiska åtstramningen i OECD som helhet lite mindre skarp framöver, och penningpolitiken i flera länder (Japan, USA och Storbritannien) vrids mer i riktning mot att stötta ekonomisk tillväxt. För de i ett globalt ekonomiskt perspektiv alltså viktiga amerikanska hushållen kan också noteras att deras skulder som andel av inkomsterna sjunkit betydligt under de senaste två åren, och att tillgångssidan i balansräkningarna stärks via stigande priser på både bostäder och finansiella tillgångar.

Värderingen är en annan faktor av yttersta vikt för aktiemarknadsutsikterna. Historien visar nämligen att perioder kännetecknade av betydande nedvärderingar av aktier (stigande vinstränta, fallande P/E-tal) liksom under de senaste tio åren, har brukat följas av perioder med en god kursutveckling på aktier. En annan iakttagelse i backspegeln är att sekulära bear markets ofta skiftat till sekulära bull markets när värderingarna varit låga, arbetslösheten stigande, och realräntorna (nominell ränta minus inflation) negativa. Det gällde våren 2009...

Beträffande världsbörsen (MSCI) är dagens värderingar lägre än historiska snittet. Konsensus för de globala företagsvinstererna är en tillväxt på nästan 10 procent under de närmaste 12 månaderna. P/E-talet ex-ante (12 månader framåt) hamnar därmed under 13, att jämföra med snittet för de senaste 25 åren vilket är 15. En på intet sätt utmanande aktievärdering utgör ytterligare ett argument för att en sekulär bull market i aktier kan ha inletts i början av 2009, under vilken i så fall vinsträntan kommer att sjunka och P/E-talet att stiga.

Det som på kort sikt kan utmana ett sådant positivt aktiescenario är bland annat eskalerande politisk oenighet om finanspolitiken i USA, en briserande obligationsbubbla med skarpa ränteuppgångar som följd liknande det som inträffade 1994, på nytt stegrade ekonomiska och finansiella problem i Euro-land, samt besvikelser och växande risker i kinesisk ekonomi.

Slutsats: Givet den rådande mycket höga riskpremien på aktier är sannolikheten större än normalt att aktier från nuvarande kursnivåer ska ge en historiskt god avkastning, och givet den rådande mycket låga riskpremien på obligationer är sannolikheten större än normalt att obligationer från nuvarande kursnivåer ska ge en historiskt dålig avkastning. Case closed.



SÄNKTA VÄRDERINGAR BÄDDAR FÖR BRA BÖRSPERIODER

Värderingen (P/E) för exempelvis S&P har sedan 1870-talet – tiden för industrialismens genombrott – sällan varit under 5 eller över 25. Perioden kring millennieskiftet framstod därför som ganska unik, med P/E-tal avsevärt över 25 under ganska lång tid. Aktier var då orimligt dyra och värderingarna har sedan dess sjunkit betydligt, bl. a. på grund av stora börsras. Perioder med nedvärderingar av aktier brukar för övrigt följas av bra börsperioder. (Extremt höga P/E-talet 2009 berodde på företagens resultat kollaps vid den krisen.)



Psykologisk påverkan på ekonomiska beslut

Inom ekonomiska teorier är allt rationellt. Rent matematiskt är det enkelt. 1 är alltid 1. När vi skall fatta beslut där vi har flera olika handlingsmöjligheter blir vi osäkra. Vi har ju inte grepp om framtiden. Det finns ju olika utfallsmöjligheter och vi är osäkra. Det ges utrymme för psykologisk påverkan från såväl utifrån som inifrån oss själva.

Vi har under mer än ett decennium levt i en finansiell kris. Kanske har den varat ännu längre. De senaste 10 åren har aktier haft en historisk låg avkastning till en normal/hög risk. Placeringar med låg risk (skog, fastigheter, ränteplaceringar etc.) har samtidigt haft en hög avkastning. Under en period som denna har sålunda de flesta tillgångsslag avkastat långtifrån sina medelavkastningar. Förhållandet mellan risk och avkastning har alltså inte stämt med långsiktiga balanser.

Om vi nu försöker väva ihop psykologi med ekonomiska fakta kanske vi kan föra en annorlunda diskussion om att det vi idag uppfattar som risk. Hur vi ser på risk baseras till viss del på vårt förnuft, en viss del av hjärnans tumregler men också på våra egna och inte minst andras partiskhet (bias). En betydelsefull faktor vid beslutsfattande är flocken. Vart alla andra är på väg har ofta en förstärkande effekt. Flocken har, troligen med all rätt, under lång tid rört sig bort från vad som uppfattas som hög risk.

Några av oss, men allt för få, minns slutet av 1990-talet då börsen hade haft en avkastning sedan 1980-talet på 20 procent per år, P/E-talen var höga, men de flesta ansåg att värderingen var acceptabel. Framtidsutsikterna var mycket positiva inför millennieskiftet. Idag efter 20 år av låga avkastningar, med P/E-tal på medelnivå talar många om att värderingen är hög. Framtiden ter sig dyster ut i vår nära omvärld (Europa), vilket har stor påverkan på uppfattning om risk och avkastning.

Genom hela utvecklingshistorien har våra hjärnor på olika sätt kodats för att vi skall överleva, bland annat genom att våra minnesfunktioner organiserats efter en viss struktur. Vi minns till exempel lättare det som hände i nutid och det som finns synligt för oss. Våra erfarenheter och kunskaper finns också i våra olika minnen, men hämtas inte lika automatiskt och snabbt.

Hjärnan skapar tumregler (förenklingar) som bygger på kunskaper och erfarenheter men också på hur vi uppfattar verkligheten. Eftersom verkligheten kan uppfattas olika av olika individer kommer vi alla ha en subjektiv verklighetsuppfattning. En aktiekurs kan anses vara hög beroende inte bara på dagens kurs utan på egna förväntningar om framtida aktiekurs, jämförelsepriser bakåt i tiden och jämfört med priser på andra aktier. Detta leder i sin tur till systematiska felbedömningar (förutfattade meningar eller partiskhet) vilka kallas för "bias". Tumregler leder oftast till hyfsade beslut, men genom att vi över- och underbetonar vikten av olika informationer är slutledningarna mer eller mindre partiska.

Nedan går vi igenom några av de vanligaste tumreglerna och vilka förutfattade meningar som är knutna till dessa. Syftet med föreliggande teoretiska resonemang är hur vi i rådande marknadsläge skall bedöma framtida avkastningar och risker förknippade med dessa. Vilar våra sannolikhetsbedömningar på vetenskaplig grund eller har psykologiska faktorer en större påverkan än vad vi tror?

En tumregel är tillgänglighetsregeln som innebär att bedömningar grundas på hur lätt det är att hitta information om vad som gäller. Om jag funderar på att jag skall öka upp andelen obligationer i min portfölj så ökar min vilja att göra det om andra runt omkring mig, (personer, media) talar om hur bra det är att äga obligationer.

En annan tumregel är representativitetsregeln med tillhörande representativitetsbias. Går det alltid att hänföra ett objekt till en given kategori? Människan har idéer om det typiska tillväxtbolaget, den typiska ekonomen, den typiska begynnande lågkonjunktoren. Om vi samtidigt bortser från andra faktorer leder detta till en partiskhet. Representativitetsbiasen kan kopplas till att människor alltid vill se meningsfulla mönster i omgivningen som stämmer överens med deras begreppskategorier. Människor ser mönster i slumpmässiga utfall.

En tredje tumregel är förankringsregeln, som i sin tur är kopplat till förankringsbiasen. Förankring innebär att vi har ett utgångsvärde, som sedan justeras i förhållande till annan tillgänglig information. Vetenskapen visar att justeringar oftast hamnar nära utgångsvärdet och därför uppstår en partiskhet i bedömningen. Ta prognoser som exempel. De verkar alltid vara

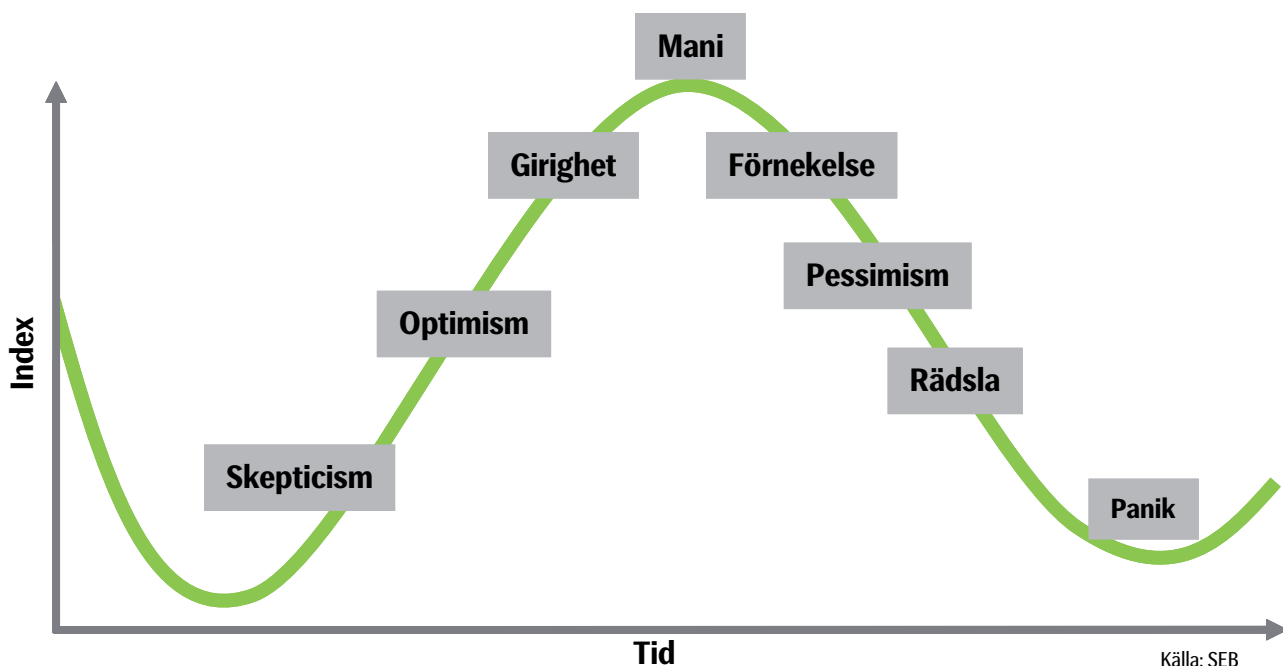
i närheten av rapporterade utfall. Förankringsbiaset innebär att man inte är förberedd på stora förändringar av ett aktuellt utgångsvärde.

Förutfattade meningar uppkommer också när man överskattar viss evidens och underskattar annan. Detta leder till en oberättigad säkerhet i bedömningen, Konfirmeringsbiaset, som det kallas, kan leda till ett effektivt och konsistent handlande. Det motverkar tveksamhet och ger argument för att stå fast vid sin uppfattning.

Förutom tumregler och deras förutfattade meningar finns det även andra psykologiska faktorer som påverkar beslutsfattandet under den osäkerhet, som alla framtidsfrågor skapar. Inte minst underskattar vi flockens betydelse.

Om risktillgångar såsom aktier har haft en hög risk och en onormalt låg avkastning kommer vi enligt teorierna ovan troligen inte se och tro på vändningen mot en mer normal period. Obligationsmarknaden har däremot givit en hög avkastning till låg risk de senaste åren och känns enligt resonemanget som väldigt säker. Men vad händer om världskonjunkturen börjar förbättras och det allmänna ränteläget stiger? Framför allt om världsläget förbättras i delar som inte är nära oss, men där våra börsbolag har stor verksamhet. Vi kommer ha svårt att uppfatta framtida förändringar och agera rationellt.

REAKTIONER HOS FLOCKEN I OLIKA FASER



Hjärnans förenklingar (tumregler) leder till systematiska felbedömningar. Sammantaget med flockens beteende är det svårt att uppfatta framtida förändringar och agera rationellt.



Om man vill ta risk – vilka risker är värda att ta?

Kapitalmarknaderna har kommit in i en ny fas efter återhämtningen som inleddes för åtta månader sedan. Med uppgången konstaterad, ställer vi oss nu två frågor. Var tar man risk nu? Och vilka risker är värda att ta?

Sällan har en man fått symbolisera en period så mycket som Europeiska Centralbankschefen Mario Draghi genom verbala löfte om att göra vad som krävs för att bevara euron gjort. Något som visar behovet av förtroende i krissituationer. Förtroendet har, åtminstone för stunden gett investerare riskviljan tillbaka och börsuppgångarna har inte låtit vänta på sig.

Vi befinner oss i en tillväxtfas och det är generellt bra för tillväxtdrivna investeringar. Vi har kommit till en period då aktiemarknaderna bör vara den primära källan till avkastning. Samtidigt finns det som alltid skäl att vara eftertänksam när det gäller förväntningarna och hur man tar risk via aktiemarknader. Vanans makt är stor när det gäller investeringar (se även temat "Psykologisk påverkan på ekonomiska beslut"), och det finns skäl att tro att en del av de mönster vi blivit vana vid de senaste åren inte kommer att återupprepas.

Råvarumarknaderna är ett exempel där vi kanske inte ser riktigt samma utveckling som vi vant oss vid. Råvarumarknaderna uppvisar ett lite försiktigare mönster än tidigare. Många placerare lämnar guld och andra ädelmetaller i takt med att riskviljan ökar. Det kan ses som en bra barometer på det tillfrisknande vi ser i världen. Samtidigt finns det fortsatt affärsmöjligheter i exempelvis vissa ädelmetaller som är mer industriellt beroende och inte minst i de rena industrimetallerna. Men vi ser kanske inte samma tryck i råvaror och råvaruinvesteringar framöver. Till viss del hänger det ihop med att Kina ställer om sin efterfrågan till inhemskt driven. Valutafrågan kommer också in i bilden, då den svaga dollarn har ätit upp en del av råvaru-uppgången, men vi kommer sannolikt se en reversering av dollartrenden.

För närvarande står vi i ett läge där vi har drivkraften från tillväxt på plats i de flesta regioner. Europa är fortfarande ett sorgbarn, men förändringstakten från den här punkten bör vara positiv. Politikerna har kommit en bra bit på väg när det

gäller åtstramning, bytesbalanserna är starkare och efterfrågan bör inte mattas avgörande mycket, då världskonjunkturen generellt har en positiv riktning. En annan viktig parameter är investerarnas framtidstro och förtroende för politikerna i olika frågor. Den amerikanska situationen är inte löst, det finns stora steg att ta mot den europeiska federalismen och vi har en situation på valutamarknaderna som kan bli en politisk fråga framöver. Allt detta fortsätter sannolikt att begränsa investeringar och aktivitet. Å andra sidan finns det en intressant potential om de frågetecken som finns rätas ut på ett konstruktivt sätt.

Centralbankerna fortsätter att upprepa sina åtaganden för att stödja tillväxten, Federal Reserves sysselsättningsmål är ett mycket klart exempel på det. Europeiska Centralbankens agerande har också varit mycket tydligt, och kanske det just nu skickligaste, eftersom man har fått ett så stort förtroende att banken opererar via pressmeddelanden snarare än via likviditet.

Aktiemarknaderna är det tillgångsslag som främst bör gynnas i dagens marknads läge. Idag kan vi notera att värderingen har kommit upp en bit, och det som för sex månader sedan var direkt billigt är idag mer normaliserat. Om man jämför värderingen av aktiemarknader med obligationer framstår dock fortfarande aktier som billiga. Sträcker vi ut perspektivet till 2014 med tron om en fortsatt återhämtning är förutsättningarna goda.

Var tar man då risken? Den uppgång vi såg i slutet av fjolåret och i inledningen av innevarande år är att beteckna som första fasen av återhämtningen, den som oftast gynnar de mest cykliska företagen. I nuläget är vi i en mer stabil fas, där marknadens aktörer söker bra vinsttillväxt och rimliga värderingar. I kombination med låga räntor blir tillväxtbolag med ett begränsat konjunkturberoende intressanta.

Länder vars börser uppvisar en bra vinsttillväxt i kombination med bra värdering kommer att vara tydligare i fokus. Vinsttillväxten kommer att drivas av ökad global handel och inhemsk tillväxt, intressanta ställen där det sker är exempelvis i Kina, men även i Sverige.

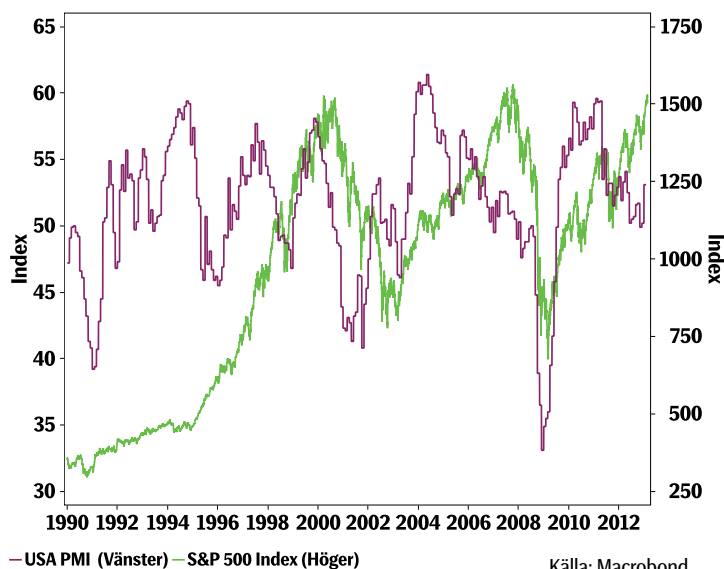
Obligationsmarknaden har kommit till en vändpunkt. Vi har en fortsatt positiv syn på företagsobligationer, men måste betona att potentialen idag är betydligt lägre än tidigare. Vi be-

finner oss nära en bottennivå för ränteskillnaden mot statsobligationer, och ser framför oss en avkastning mer i linje med den faktiska löpande räntan. Men det är viktigt att poängtera att den löpande stabiliseringen av konjunkturen bör hålla nere kreditriskerna, något som i sig gör företagsobligationer av olika kreditkvalitet fortsatt intressanta.

Ett tillgångsslag som levt upp de senaste månaderna är **hedgefonder**. Förenklat kan vi dela in hedgefondförvaltare i två kategorier, de som behöver harmoniska stabila marknader och de som mår bäst i kristider med stora marknadsrörelser. Det vi har sett de senaste månaderna är att marknaderna i stort har mognat, det har inte varit samma högvolatila mönster som under krisperioderna, vilket ger en mer rationell prissättning. Detta i sin tur gör att förvaltarna kan få bättre utväxling på sina idéer. Vi ser det positivt, eftersom vi behöver alternativa tillgångsslag som ett verktyg för att styra riskerna i våra portföljer.

Under perioder när aktiemarknadens värderingar mognar in i konjunkturen, det vill säga när tillväxten stabiliseras och blir bättre, och börserna i perioder rör sig sidledes är hedgefonderna intressanta.

Vi ser flera bra källor till avkastning idag, förutsättningarna finns på plats. Den första snabblyftande fasen i spåren av krisen och fram till stabiliseringsfasen har vi troligen passerat, men ett mycket intressant tecken idag är den ökade M&A-aktiviteten som tyder på framtidstro ("M&A" – mergers & acquisitions – sammanslagningar och företagsförvärv). Professionella aktörer börjar ta risk på ett tydligare sätt och nästa steg bör vara en ökning av investeringar och senare ökad sysselsättning. Då är hjulen igång och snurrar fram mot en bättre marknadsutveckling.



STARKARE SIGNALER FRÅN INDUSTRIN GYNNAR AKTIER

Historiskt har korrelationen mellan utvecklingen av industrins inköpschefsindex i USA och utvecklingen på amerikanska börsen varit hög. Att industriaktiviteten åter ökar (index överstiger 50) kan vara en indikation på starten av en ny fas på aktiemarknaden.



Goda krafter i begrepp att ta överhanden

- *Kristallkulan visar alltså många faror för världsekonomin...*
- *... men de goda krafterna blir fler och bäddar för högre tillväxt*
- *Ekonomisk-politiska felsteg främsta risk, oväntad snabb återhämtning i USA och Kina möjlighet*

Trots många utmaningar och risker i den politiska världen samt fortsatta behov hos hushåll, stater och banker att sanera sina skulder ökar tillväxttakten i världen 2013 och 2014. Centralbanker kommer att slå nya monetära stimulansrekord, vilket minskar den finansiella stressen och stöttar tillgångspriser. Parallellt inriktas penningpolitiken i flera stora länder på att bättre stötta tillväxten, något som ökar sannolikheten för historiskt låga styrräntor under lång tid. Dessutom är återhämtningarna i USA och Kina nu uppe på fastare mark, och Japans stora ekonomisk-politiska satsning för att få igång tillväxten och frammana inflation torde åtminstone kortsiktigt ge draghjälp åt den globala ekonomin. Obalanserna i Europa är förvisso stora, men de minskar. De europeiska krisländernas konkurrenskraft förbättras via lägre löner och högre produktivitet, samtidigt som deras upplåningskostnader sjunker. Sannolikheten för en eurokollaps har därmed minskat.

En växande osäkerhet kring den ekonomiska politiken i världen skulle dock kunna leda till ett sämre konjunkturscenario än väntat, medan en överraskande stark tillväxt i USA och Kina skulle innebära ett snabbare globalt uppsving än i vårt basscenario (60%). Dessa ned- och uppsiderisker bedöms ha lika stor sannolikhet (20%).

USA:s ekonomi i politikernas händer

I USA har hushållens skulder sänkts till nivåer som är långsiktigt hållbara, vilket ihop med fortsatt stigande huspriser gynnar privatkonsumtionen. Bostadsbyggandet är på väg att stiga, och en rekyl upp för företagets investeringar ligger också i korten. På kort sikt uteblir emellertid ett tydligare tillväxtlyft på grund av en finanspolitisk åtstramning, som i år bedöms uppgå till 1,5 procent av BNP. Nya finanspolitiska oroshärdar och politiska låsningar utgör största risker mot vårt relativt positiva USA-scenario. BNP bedöms växa drygt 2 procent i år och 2,5-3 pro-

cent 2014. Lågt inflationstryck och en arbetslöshet som länge väntas ligga ovanför Federal Reserves nya penningpolitiska riktmärke på 6,5 procent, gör att Fed avvaktar ända till våren 2015 innan styrräntan höjs. Nuvarande obligationsköp (85 mdr USD/månad) torde ha avslutas dessförinnan, framåt sommaren 2014.

Euroland sakta på väg ut ur mörkret

Konjunktoren i Euroland torde ha bottnat i slutet av 2012. Flera indikatorer har förbättrats de senaste månaderna, däribland inköpschefsindex för tjänster och industri. Ett antal ljusglimtar har i vinter präglat tysk ekonomi, medan besvikelser levererats från Frankrike. Samtidigt är den politiska osäkerheten i unionen betydande, banksystemet inte färdigläkt och saneringspolitiken fortgår. Å andra sidan har svåra politiska beslut fattats, och saneringspolitiken i flera krisländer kommit en bit på väg. Eurolands BNP bedöms falla knappt 0,5 procent i år, och växa uppemot 1 procent 2014. Eftersom den statsfinansiella krisen i unionen blivit mindre akut och krisländernas upplåningskostnader har fallit, är vår bedömning att Europeiska Centralbanken låter refinansieringen förbli 0,75 procent fram till 2015, och att det inte sätts några nya monetära initiativ.

Brittiska inflationen envist hög

Åtstramningspolitiken i Storbritannien ligger fast, vilket ihop med svag export håller tillbaka tillväxten. Efter fjolårets stagnation spås brittiska BNP ändå kunna växa ungefär 1,5 procent både 2013 och 2014. På sistone har inflationen varit överraskande hög, och 2013 överstiger den Bank of Englands mål på 2 procent för nionde året i rad. Därför avstår BoE nog från utökade obligationsköp. Styrräntan lämnas kvar på 0,5 procent till 2015. Efter premiärminister Camerons linjetal nyligen står det klart att Storbritannien går till en EU-folkomröstning 2017 om de konservativa har makten, vilket tillsvidare skapar stor osäkerhet hos många brittiska företag.

Norden får luta sig mot hemmamarknaden

Den relativt sega globala uppväxlingen gör att Norden måste luta sig mot starkare inhemsk efterfrågan - konsumtion och investeringar - under 2013-2014. I Norge fås stöd av såväl inhemska ekonomin som oljesektorn. Tillväxten i Sverige ökar gradvis tack vare stärkt köpkraft för hushållen. Danska hushåll pressas av hög skuldsättning och en svag fastighetsmarknad, medan Finland får önskat lite draghjälp från omvärldsekonomin. Nordens BNP växer knappt 1,5 procent i år, och drygt 2 procent 2014.

Ekonomisk-politisk rivstart i Japan

Den nya japanska regeringen har rivstartat 2013 med stora finanspolitiska stimulanser, samt höjt inflationsmål och planerat nya tillgångsköp för Bank of Japan. Utökade köp liksom köp av mer riskfyllda tillgångar kan också komma efter att den nuvarande ledningen för BoJ ersatts i mitten av mars. Som en följd av stimulanserna har yenen försvagats rejält, vilket bådade för ökad export och importerad inflation. Sammantaget bedömer vi att BNP växer cirka 1,5 procent både 2013 och 2014. Regeringens dramatiska ekonomisk-politiska grepp utgör emellertid ett vågspel med de offentliga finanserna. Statsskulden kommer att överstiga 250 procent av BNP 2014, vilket äventyrar Japans kreditbetyg.

God inhemsk efterfrågan i Asiens EM-ekonomier

De asiatiska Emerging Markets-ekonomierna möter visserligen en fortsatt svag efterfrågan från USA och Europa. Men det motverkas av en god inhemsk efterfrågan, till stor del driven av stark privatkonsumtion. Handeln inom Asien växer samtidigt i betydelse. Inflationen förblir dämpad i regionen, varför penningpolitiken blir stimulerande en stor del av 2013.

Den under 2012 ökade politiska osäkerheten i Kina minskar nu, vilket ger stöd åt såväl investeringar som konsumtion. Landet har också ett ekonomisk-politiskt manövrutrymme för att, vid behov, stötta konjunkturen. BNP spås växa drygt 8 procent i år, och 7,5-8 procent 2014. I riskbilden finns ö-fejden med Japan, uppskrivade huspriser och högre inflation. Centralbanken bedöms i slutet av 2013 höja styrräntan från 6 till 6,25 procent.

Indiens konjunktur bottnade av allt att döma i höstas, sedan dess har inköpschefsindex i näringslivet stigit. Ett stort budgetunderskott gör att finanspolitiken inte kan brukas för att stimulera tillväxten. I vinter har dock inflationen bedarrat något, vilket i januari öppnade för en sänkning av centralbankens styrränta till 7,75 procent. Enligt vår prognos har räntan i december 2013 trappats ned till 7 procent. Indiens BNP bedöms växa drygt 5,5 procent i år, och 6 procent nästa år.

Kristallkulan visar en lite blandad bild för Latinamerika

Både BNP-tillväxten och inflationen saktade ned i Latinamerika

under fjolåret, medan underskotten i regionens samlade både bytesbalans och offentliga finanser växte. Utsikterna för de närmaste åren ter sig i vissa avseenden bättre. BNP-tillväxten ökar från 3 procent 2012 till cirka 4 procent per år 2013 och 2014, samtidigt som de negativa offentliga budgetsiffrorna blir mindre än i fjol. Däremot ökar Latinamerikas bytesbalansminus och inflationstakt under 2013. Bland enskilda ekonomier utmärker sig Chile liksom Mexiko positivt, och Argentina negativt (landet är satt under Internationella Valutafondens lupp på grund av icke trovärdig makrostatistik).

Ekonomierna i Öst stabiliseras, tillväxtlyft dröjer

En röd tråd i Östeuropa är att industriproduktionen har hämmats av främst försvagad efterfrågan i Västeuropa. Samtidigt vittnar de senaste månadernas indikatorskörd om en stabilisering. Det finns tendenser till utplaning eller svag vändning uppåt i Polen, Tjeckien, Slovakien och Ungern. Under 2013-2014 bedöms Ryssland och Polen visa högre tillväxt än många andra östeuropeiska länder. Delar av den centrala och främst södra regionen är mest pressade. Tjeckien och Ungern reser sig ytterst långsamt ur recessionen, och både Slovenien och Kroatien riskerar BNP-fall även i år. Inflationstrenden är i de flesta östländer något nedåtriktad, med Ryssland och Ukraina som undantag. Den gradvisa återhämtningen i Baltikum fortgår, om än lite svajig. Svag export och låg investeringsvilja i främst Litauen och Lettland hämmar expansionen i början av 2013, medan privatkonsumtionen tuffar på i god takt. Baltikums BNP prognostiseras växa cirka 3,5 procent i år, och 4 procent 2014. Lettland – som ansökt om medlemskap i EMU – väntas med råge klara alla kriterier i ECB:s och EU:s genomlysning i vår, och kan då konvertera till euro den 1 januari 2014.

Världsekonomin står i begrepp att växla upp

Under loppet av 2010-2012 växte världens BNP (köpkraftsparitetsjusterat) gradvis allt långsammare, och i fjol blev noteringen knappt 3,5 procent. Men kring årsskiftet inledde den globala ekonomin en återhämtning, vilken enligt vår bedömning innebär att världens BNP kan växa drygt 3,5 procent i år, och lite mer än 4 procent 2014. Med noteringar på 5,5-6 procent årligen behåller EM-sfären lätt tillväxttäten före OECD-området, vars BNP spås växa 1,5-2 procent per år.



INDUSTRIHULEN RULLAR FRAMÅT IGEN

I inte minst USA men även i Kina signalerar nu inköpscheferna i industrin åter en expanderande aktivitet. Mycket annan makrostatistik påvisar också en förstärkt underliggande tillväxt i dessa länder, vilka bedöms kunna komma att stå för positiva överraskningar i världskonjunkturen under 2013-2014.

Tillväxt är värdefull

- Aktier lockar åter investerarna

Efter att under lång tid ha varit ratade till förmån för ränteplaceringar har aktier åter börjat locka investerare och den senaste statistiken visar inflöden till aktiefonder både i Sverige och internationellt. Detta kan mycket väl vara en trendvändning.

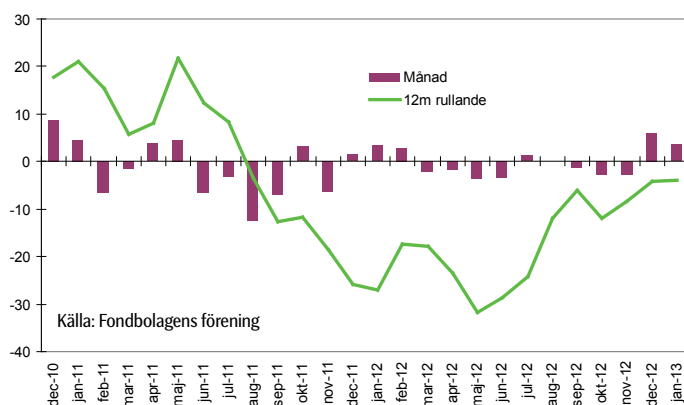
- Risk för rekyl

De förbättrade fondflödena har haft en dramatisk effekt på aktiemarknaden hittills i år och kommer så att fortsätta ha, men efter en snabb uppgång följer nästan alltid rekyl och en sådan står sannolikt för dörren mycket snart.

- Tillväxtbolag värderas upp

När aktiemarknaden nu börjar påverkas av de låga avkastningskrav som sedan många år präglar räntemarknaden, så bör effekten inte bli lika för alla. En allmänjustering av avkastningskravet på aktieinvesteringar får en större effekt på värdet ju högre vinsttillväxt som väntas.

FONDSPARARNA KÖPER AKTIER IGEN



Investerare har under lång tid gjort betydande nettouttag från aktiefonder, både i Sverige och internationellt. Diagrammet visar nettoflöden till svenska aktiefonder som investerar i svenska och nordiska aktier i miljarder kronor per månad samt de senaste 12 månaderna. Motsvarande data för globala fondflöden ger en snarlik bild med stora uttag de senaste åren som nyligen har förbytts till signifikanta insättningar. Vi bedömer att utvecklingen är ett uttryck för minskad oro för finansiella systemkriser samt en effekt av att de historiskt mycket låga räntenivåerna får aktier att framstå som mycket attraktivt värderade i ett relativt perspektiv.

MEDAN AVKASTNINGSKRAVET PÅ RÄNTEPAPPER fallit dramatiskt de senaste tio åren har värderingen av aktier varit närmast opåverkad. De låga räntorna har haft dramatiska effekter på delar av fastighetsmarknaden och skapat ett ökat intresse för andra placeringsalternativ, men trots att aktier och obligationer historiskt utgjort varandras främsta alternativinvesteringar har aktievärderingarna inte påverkats. Vinsträntan, även kallat det inverterade P/E-talet, som visar hur stora vinster börsbolagen genererar till förmån för sina ägare ligger idag på 7 procent i Norden, vilket är nära snittet för de senaste 15 åren. De vinster som aktieägarna kontrollerar kan antingen behållas i bolagen, där de kan användas till investeringar för framtida vinster eller för att stärka balansräkningen, alternativt delas ut direkt till ägarna. Även direktavkastningen på knappt 4 procent för den nordiska aktiemarknaden är nära det normala, till och med något högre, jämfört med snittet de senaste 10 åren.

Grunden är lagd för en lägre riskpremie

De senaste åren har börsindex världen över åkt berg- och dalbana i takt med investerarnas riskaptit. Oron för nya finansiella systemkriser har dock minskat efter de senaste årens kraftfulla ingrepp från världens centralbanker för att undvika sådana. Det har även skett betydande regulatoriska förändringar i syfte att stabilisera det finansiella systemet och bankernas balansräkningar har förstärkts dramatiskt sedan före Lehmankraschen. Grunden är därmed lagd för att den extra riskpremie investerare kräver för att investera i aktier ska reduceras framöver. En historiskt normal värdering av aktier och en hög värdering av obligationer betyder att den relativa värderingen av aktier nu lockar de mer riskvilliga investerarna att satsa en större andel av kapitalet på aktier. Vi bedömer att de senaste månadernas kraftiga uppgångar på världens börser samt de inflöden vi sett till aktiefonder på senare tid är början på en trendvändning till förmån för aktier. Investerarna har sannolikt börjat justera ned sina avkastningskrav även på aktier.

Värdet av framtida vinster ökar mest

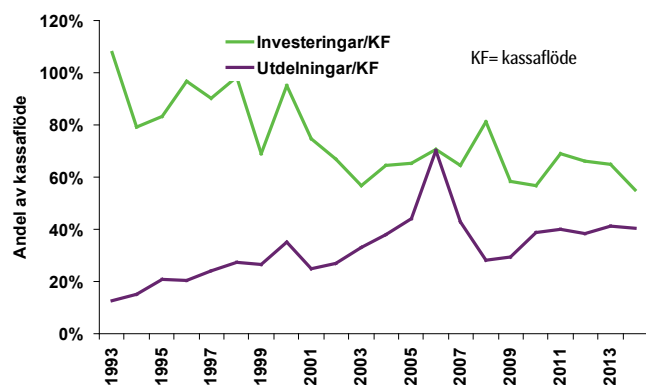
Ett lägre avkastningskrav på aktier betyder dock inte att alla aktier, allt annat lika, ska värderas upp lika mycket. Nuvärdet av alla de framtida vinster som bolagen väntas generera ökar mer desto större del av värdet som återfinns längre fram i tiden. Skillnaden på nuvärdet av en krona idag och tio kronor om fem år blir mindre desto lägre räntekompensation som investerarna kräver för att välja det senare alternativet. Det vill säga bolag som genererar vinsttillväxt ska värderas upp väsentligt mer än de vars vinster inte växer. Ju snabbare vinsttillväxt, desto mer ska nuvärdet justeras upp när avkastningskravet reduceras.

Rikligt med utdelningar, tillväxt är en bristvara

Ironiskt nog finns det en inneboende konflikt mellan de senaste årens favorisering av aktier med hög direktavkastning och tillväxtutsikter. Ett bolag som har goda tillväxtmöjligheter behöver vanligtvis behålla en större del av vinsterna internt för de investeringar som krävs för att växa, medan de vars möjligheter att öka vinsterna genom investeringar är mer begränsade gör bäst i att ha en så generös utdelningspolitik som möjligt.

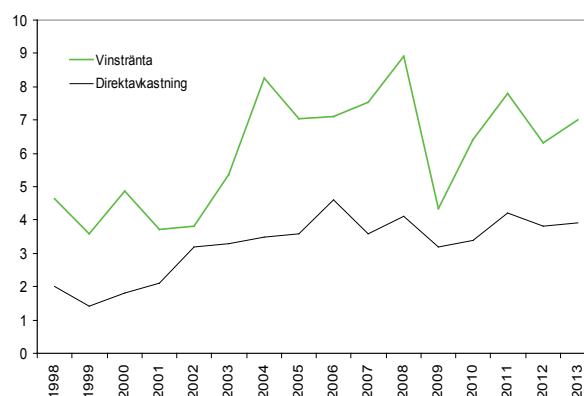
Vi kan även konstatera att de nordiska börsbolagen under de senaste 20 åren gradvis prioriterat upp utdelningar (en större del av de kassaflöden som verksamheten genererar delas ut till aktieägarna) medan den andel av de operationella kassaflöden som återinvesteras har minskat. Föga förvånande tycks detta även ha satt spår i den operationella resultattillväxten. I kombination med att en låg förväntad BNP-tillväxt under kommande år hämmar förutsättningarna för många bolag att hitta investeringsmöjligheter med attraktiv avkastningspotential, menar vi att bolag med goda tillväxtutsikter kommer att vara en bristvara. En bristvara som bör värderas upp. Vi räknar med att tillväxtbolag kommer att ha en ledande roll i en eventuell uppvärdering av aktier senare i år.

UTDELNING PRIORITERAS UPP PÅ BEKOSTNAD AV INVESTERINGAR



Källa: SEB Markets

NORDISKA AKTIER GENERERAR EN HISTORISKT NORMAL DIREKTAVKASTNING



Källa: SEB Markets

Mycket talar för ett bra år på världens börser

- En stark inledning av året

Den positiva trenden som präglade världens börser andra halvåret 2012 har fortsatt in på det nya året med de japanska och amerikanska börserna i täten. Emerging Markets inledde januari starkt men föll tillbaka och har gått sämre än de utvecklade marknaderna.

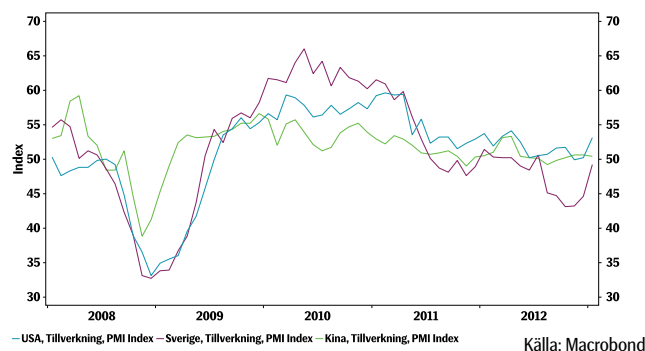
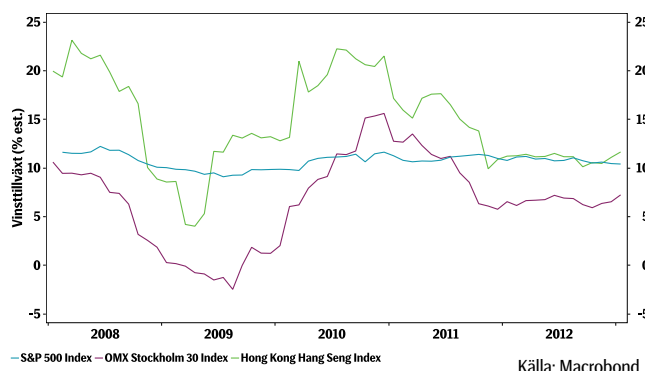
- Europa spelar en större roll

I Tyskland och Norden ser makroekonomiska data lovande ut och välskötta multinationella bolag gynnas av en svagare euro och av att ha en betydande andel av försäljningen mot snabbväxande Emerging Markets. Europeiska små- och medelstora bolag har halkat efter i börsutveckling och har potential till återhämtning..

- Vi tror på en hygglig börsutveckling 2013

Mycket talar i dagsläget för aktiemarknaden. Rekordlåga räntor driver investerarna att söka avkastning via andra vägar än obligationer, detta skapar ett flöde in i aktiemarknaden som vi troligen bara har sett början av.

VINSTTILLVÄXT OCH INKÖPSCHEFSINDEX VISAR PÅ KONJUNKTURUPPGÅNG



Vinsttillväxt och inköpschefsindex korrelerar med börsutvecklingen. Bolagen fortsätter att visa bra vinsttillväxt. Om prognoserna håller finns potential för högre aktiekurser. Inköpschefsindex är på väg uppåt, vilket indikerar en mer positiv inställning till konjunkturen bland världens inköpschefer. Ett värde över 50 tyder på expansion av världsekonomin.

SUMMERAR VI 2012 GÅR DET TILL HISTORIEN SOM ett mycket bra börsår trots att en hel del osäkerhet spökade i finansmarknaden. Oro för skuldproblemen i Europa, svag makrostatistik och osäkerhet kring Kinas framtida tillväxt präglade börsklimatet under första halvåret med fallande kurser som följd. Under sensommaren såg vi en tilltagande riskaptit och börserna steg. En ljusare makrobild och tecken på ytterligare stimulanser från amerikanska Federal Reserve och Europeiska Centralbanken ingav hopp. I oktober smög sig en viss tvekan in på grund av politisk osäkerhet (presidentval i USA och ledarskifte i Kina) men december bjöd återigen på en ökad riskaptit och året slutade i dur.

Världsindex gick upp 16 procent och Emerging Markets steg 17,5 procent under 2012. Starkast utveckling bland EM-länderna sågs i Indien, Hong Kong och Ryssland. Den amerikanska aktiemarknaden steg 15,9 procent medan Europa som helhet var upp 13,8 procent med stora variationer mellan olika länder. I Grekland rusade börsindex upp med 37 procent och i Tyskland 29 procent medan Spaniens index sjönk 1 procent.

Året har börjat starkt

Den positiva trenden har fortsatt in på det nya året och världens breda index steg överlag i januari. Världsindex (MSCI AC) gick upp nära 5 procent med de japanska och amerikanska börserna i täten. Emerging Markets började mycket starkt men föll tillbaka och har sammantaget gått sämre än de utvecklade marknaderna. Ryssland, Shanghai och Hong Kong har bjudit på fina uppgångar medan Brasilien och Taiwan har halkat efter.

Relativt förväntningarna försämrades amerikansk makrostatistik i januari medan en förbättring sågs i eurozonen. Även kinesiska och asiatiska siffror överträffade konsensusprognoserna. Vid årets början godkände representanthuset och senaten i USA det nya budgetförslaget som bland annat undviker skattehöjningar för majoriteten av de amerikanska hushållen. Man godkände även ett förslag som höjer skuldtaket fram till i maj när nya beslut måste tas. I Europa glädde mätningen av inköpschefsindex för tillverkningsindustrin marknaden. Även i Kina pekade det officiella inköpschefsindexet för industrin på expansion och data för BNP, industriproduktion och detaljhandel var starkare än väntat. I Japan annonserade regeringen ett stimulanspaket för att få fart på landets ekonomi.

Kvartalsrapporterna överraskar

Bolagsrapporterna för fjärde kvartalet 2012 kom in i linje med förväntningarna vilket ökar sannolikheten för goda vinstmöjligheter 2013. Av de amerikanska bolagen rapporterade 65 procent i linje eller bättre än förväntat. Bolag inom sektorerna informationsteknologi, hälsovård och sällanköpsvaror kom in bäst relativt förväntningarna.

Bolagens vinster för 2013 på global basis förväntas växa med 11 procent där utsikterna för Emerging Markets ligger högre (16 procent). Amerikanska vinstestimater ligger på 8 procent medan europeiska är lite högre på 9 procent. Länder som Korea, Taiwan, Thailand och Brasilien ligger i topp med vinstförväntningar på 17-25 procent i år.

Värderingarna får betraktas som attraktiva, även efter den breda börsuppgången, där världen aggregerat handlas på P/E-tal 13 gånger 2013 års förväntade vinst. USA och Japan drar upp siffran med P/E 14 respektive 19, medan Europa handlas på 12 gånger nästa års vinst. Emerging Markets framstår alltså som billigast med ett P/E-tal på 11 gånger.

De cykliska branscherna uppvisar bättre vinsttillväxt än genomsnittet för 2013. Bolag inom råvaru- och finanssektorn och verkstadsindustri växer snabbast (19, 13 respektive 11 procent), men även bolag inom segmentet sällanköpsvaror har en vinsttillväxt på hela 17 procent. I motsats till detta står defensiva branscher med en lägre vinsttillväxt än genomsnittet, exempelvis energi, läkemedel och telekom.

Cykliskt och tillväxtmarknader i fokus

De defensiva sektorerna har varit i fokus men vi bedömer att det är dags att öka exponeringen mot cykliska branscher där vinsterna samvarierar med konjunkturen i högre utsträckning och där vinsterna spås öka snabbare. Exempel på sådana branscher är industri, råvaror och konsumtion.

Vi fortsätter att lyfta fram Asien och Emerging Markets som mest intressanta tack vare den höga tillväxten. Förutom Kina är vi positiva till mindre utvecklade länder i Asien med stor potential, till exempel Indonesien, Malaysia och Thailand. Östeuropa är också ett attraktivt placeringsalternativ med låg värdering och hög tillväxt som 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 gynnar utvecklingen. 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 välskötta multinationella börsbolag gynnas av att ha en betydande andel av försäljningen mot växande Emerging Markets. En svagare euro ger också mer vind i seglen. Europeiska små- och medelstora bolag är intressanta investeringsalternativ då de har släpat efter när det gäller börsutveckling.

2013 kan bli ett bra börsår

Vi tror på en hygglig börsutveckling för 2013, vinstprognoser på runt 10 procent tillväxt visar på en stor potential. Mycket talar i dagsläget för aktiemarknaden. Stabila makrosiffror och centralbankers vilja att hålla marknaderna likvida ger alltså positiva signaler. Rekordlåga räntor driver investeringarna att söka avkastning via andra vägar än obligationer. Detta skapar ett flöde in i aktiemarknaden som vi bara har sett början av. Världens börsbolag står med rekordstarka balansräkningar och vinstprognoserna för 2013 och 2014 ser lovande ut. Vi är inne i en fas där värderingarna av bolagen är rimliga förutsatt att tillväxtprognoserna håller.

Mot detta ska ställas den fortsatta osäkerheten kring skuldproblemen i Europa och USA. Frågorna kring skuldtaket och det fiskala stupet kommer att hänga över marknaden under våren. Takten i Kinas återhämtning och förtroendet för lde nya edarnas agerande där skapar också en viss oro.

Sammanfattningsvis ser vi en sidledes börsutveckling i det korta perspektivet efter en mycket stark period under 2012 och in i januari 2013, och då en viss tvekan trots allt råder när det gäller kraften i den ekonomiska återhämtningen. Hållbarheten i marknaden avgörs framgent av tillväxtmo-

mentum i Asien och industriländerna och av politikens vilja att lösa skuldproblematiken. Om bolagens prognoser beträffande vinsttillväxten bekräftas innebär detta en stabilisering och kommer sannolikt ge möjlighet till god avkastning på världens börser under resten av året.

Landmodellen

Ett företags vinst, dess tillväxt och värdering samt marknads 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 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 för följande faktorer:

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

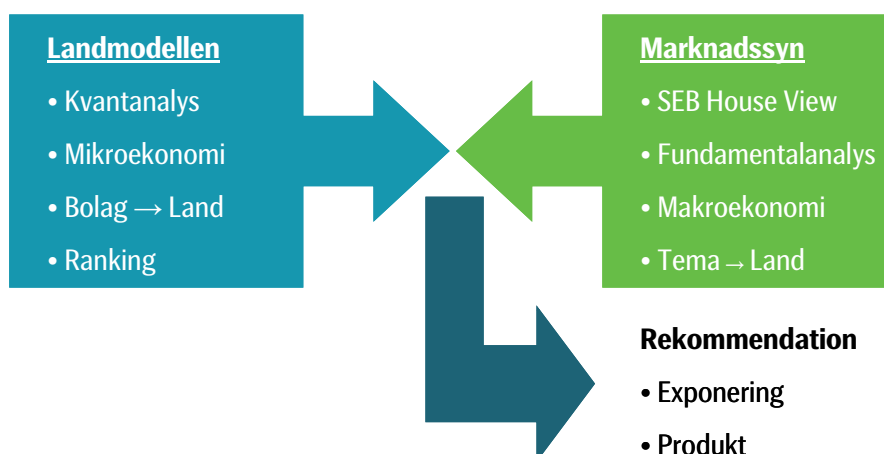
Bakom valet av faktorer ligger en undersökning som omfattar åren 2002-2012, där varje faktors förmåga att ge vägledning i urvalet av aktier har studerats. En faktor som genererat positiv avkastning och uppvisat kontinuitet i sin förutsägbarhet har fått en plats i modellen. Har faktorn inte genererat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



TOPP TRE		
Ranking	Land	Kommentar
1	Ryssland	Hög poäng från Marknadsvärdering och Vinstrevidering
2	Sverige	Hög poäng från Avkastning på eget kapital och Direktavkastning
3	Polen	Högst poäng från Vinstrevidering, samt höga poäng från Marknadsvärdering
RANKING STÖRRE MARKNADER		
Ranking	Land	Kommentar
5	Sydafrika	Högst poäng från Avkastning på eget kapital och höga poäng från Direktavkastning
6	Tyskland	Relativt höga poäng från flertalet faktorer
7	Indonesien	Höga poäng från Avkastning på eget kapital och Vinsttillväxt
8	Norge	Höga poäng från Direktavkastning
10	Turkiet	Höga poäng från Avkastning på eget kapital och Vinstrevideringar
12	Indien	Höga poäng från Avkastning på eget kapital men låga poäng från Direktavkastning
13	Finland	Låga poäng från Vinstrevideringar
16	USA	Genomsnittliga poäng från Vinstrevideringar och Avkastning på eget kapital
17	Kina	Genomsnittliga poäng från Marknadsvärdering och Avkastning på eget kapital

Källa: SEB

Landmodellen är ett av flera analysverktyg som vi använder oss av när det gäller allokering av globala aktier till olika länder/regioner. För en helhetsbild behöver vi dock även ta hänsyn till faktorer som risk, stämning på marknaden, flöden och makroekonomiska data. Ryssland hamnar i topp i landmodellen med höga poäng då värderingen är låg historiskt sett och vinstestimaten nyligen har justerats upp. Detta resulterar i en övervikt i våra aggressiva portföljer men inte i våra traditionella portföljer eftersom Ryssland är högt beroende av hur oljepriset utvecklas

och vi har en syn att oljepriset kommer att vara oförändrat den närmaste framtiden. Tyskland ligger bra till i modellen. Vi väljer gärna tyska exportörer som även gynnas av svagare valuta och betydande försäljning mot växande Emerging Markets. Den amerikanska börsen kommer ganska högt i vår ranking men där väljer vi en neutralvikt eftersom den politiska osäkerheten kring skuldtaket och det fiskala stupet kommer att hänga över marknaden under våren.

REGION	VIKT*	KOMMENTAR
Globalt	1 2 3 4 5 6 7	Värderingen av aktier är rimlig förutsatt att vinstprognoserna håller. Bekräftelse önskvärd för att få en ökad stabilitet. Bättre makro, stabila vinster och flöden in i aktiemarknaden ger bra förutsättningar.
Europa	1 2 3 4 5 6 7	Selektivitet! Välj tyska och nordiska exportörer som gynnas av en svagare euro och som har en betydande andel av försäljningen mot Emerging Markets. Små- och medelstora bolag har släpat efter.
USA	1 2 3 4 5 6 7	Makrodata relativt stabila vilket redan har gett en stark marknad. Osäkerhet kring skuldtaket och det fiskala stupet kommer att återaktualiseras.
Asien/EM	1 2 3 4 5 6 7	Primär tillväxtplacering, Asien i fokus i huvudsak Kina, men även mindre utvecklade länder som Indonesien, Malaysia, Thailand. Även Östeuropa är intressant.
Japan	1 2 3 4 5 6 7	Regeringens stimulanspaket har gett en stark börsutveckling och ett kraftigt fall i valutan.

* Vikten visar hur vi för närvarande ser på geografiska området som del av en portfölj. Nivån 4 är neutralläge. Dessa vikter ändras kontinuerligt efter vår taktiska marknadssyn och kan därför avvika från vår långsiktigt strategiska syn på regionen.

Källa: SEB

Ränteplaceringars bästa tid ... var då

- **Sökes: Centralbankchef för finansministerjobb**

Finans- och konjunkturkrisen med åtföljande offentliga underskott ställde den ekonomisk-politiska arbetsfördelningen på ända. Medan offentliga finanser nu saneras, tar centralbankchefer över uppgiften att värna om tillväxt.

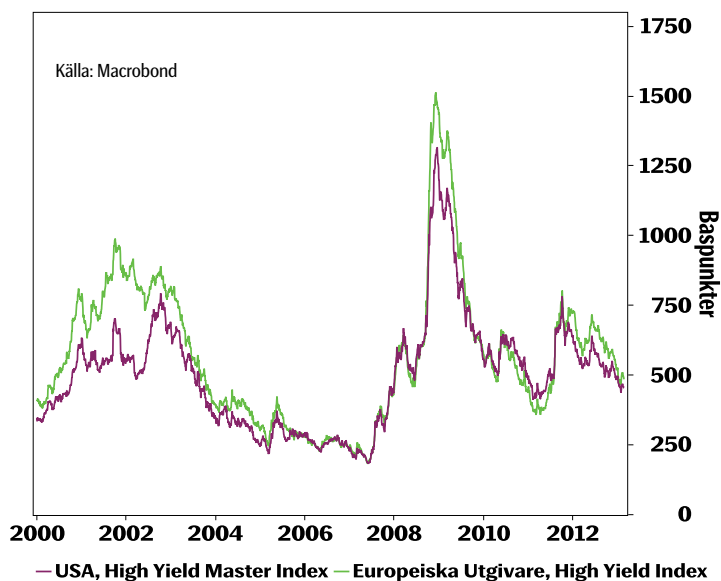
- **"Den nya penningpolitiken" gynnar konjunktur och risktillgångar**

På åtminstone ett par års sikt blir penningpolitikens nya inriktning till gagn för konjunkturen, när riskerna för tillväxtbakslag minskar. Det talar för goda tider i risktillgångsmarknaderna.

- **Ränteplaceringars bästa tid ... var då**

På senare år har statsobligationsräntor sjunkit snabbt, räntorna på företagsobligationer ännu snabbare, varför ränteplaceringar noterat stora kurstegringar. Den tiden är över, det är nu tid att sänka förväntningarna.

STABILA RÄNTEGAP FÖR HIGH YIELD MOT STAT I USA OCH EUROPA



Stigande statsobligationsräntor torde inte öka räntegapen för HY. 1) Ränteuppgången spås bli modest. 2) En snabbare räntestegring än väntat vore nog en följd av oväntat stark konjunktur, i sig bra för HY-företag och deras obligationer. 3) Makroutsikterna i basscenariot är gynnsamma, och innebär tillräckligt hög tillväxt för att gynna företagsvinster och hålla antalet konkurser i schack, men inte så hög tillväxt att inflation och statsobligationsräntor skenar iväg.

UNDER LÅNG TID VAR SJÄLVSTÄNDIGA centralbankers främsta mål att bekämpa inflation, medan finanspolitiken siktade in sig på att värna om sysselsättning och ekonomisk tillväxt. Finans- och konjunkturkrisen 2007-2009 ställde emellertid detta på ända.

Först aktiverades både finans- och penningpolitiken i aldrig skådad skala för att "rädda" världsekonomin och dess finanssystem. När sedan konjunkturen äntrat en återhämtning sjösattes skarpa budgetåtgärningar för att minska gigantiska underskott i offentliga finanser, och bromsa statsskuldernas tillväxt.

Rollen att trygga en fortsatt tillväxt överlämnades då till penningpolitiken, som i många länder kommit att präglas av kombinationen nollräntor och växande kvantitativa stimulanser (främst obligationsköp). Penningpolitiken har därmed tenderat att "politiserats och fiskaliseras", när centralbanker som Bank of Japan, Federal Reserve och Europeiska Centralbanken hamnat under politisk press. Penningpolitiken är således på god väg att ta över finanspolitikens roll att värna om sysselsättning och tillväxt, på köpet tvingas dock centralbanker att acceptera risken för högre inflation.

På åtminstone ett par års sikt är den penningpolitiska omvälvningen rimligen positiv för konjunkturen. Faran för tillväxtbakslog minskar, till gagn för utvecklingen i tillgångsmarknaderna. Dock torde inflationsförväntningarna lite längre fram komma att justeras upp. Det är ett av skälen till varför statsobligationsräntor i många länder borde stiga på längre sikt. Samtidigt förblir penningmarknadsräntor historiskt låga så länge som centralbankers styrräntor förblir det; i USA, Euroland och Storbritannien till 2015, i Japan nog längre än så.

Ett argument för högre statsobligationsräntor under 2013-2014 är att de finansiella riskerna i världen har minskat. Det och utsikterna till god riskapitet gör att placerares intresse för statsobligationer svalnar. Men ränteuppgångarna blir ganska beskedliga. På kort sikt förefaller inflationsförväntningarna vara hyggligt stabila. Den faktiska inflationen förblir låg länge, tack vare stor ledig kapacitet i form av många arbetslösa och lågt kapacitetsutnyttjande i företagen. Och faran för en monetärt driven inflation är likaså liten så länge som bankers utlåning inte ökar i större skala.

Placeringar i företagsobligationer gav under 2012 en avkastning kring eller över 15 procent i High Yield-segmentet, och cirka 10 procent i Investment Grade-marknaden. Utsikterna för 2013 ter sig mycket mer modesta. Företagsobligationers räntegap mot statsobligationer minskade rejält under fjolåret, samtidigt som räntorna på de senare (nämnaren i räntegapet) spås stiga en bit i år. Därför blir utrymmet för ytterligare kursvinster mycket begränsat. Det gäller särskilt för IG-obligationer, vilka under 2013 kan komma att få vidkännas smärre kursminskningar. Kurserna på HY-obligationer bedöms plana ut i år, som en följd av att räntegapet minskar ungefär lika mycket som statsobligationsräntan stiger. Avkastningen på de senare skulle då i stort sett komma att motsvara effektivräntan, se tabell nedan.

HY-obligationer är ändå tillsammans med Emerging Markets Debt de mest lockande ränteplaceringsalternativen. För EMD talar höga effektivräntor och möjlighet till vissa kursuppgångar på obligationer i EM-länder i samband med att obligationsräntor sjunker något. I lokala valutor kan den förväntade avkastningen mäta sig med HY, omräknat till OECD-valutor finns också chans till vissa valutakursvinster i tillägg.

TILLGÅNGSSLAG	VIKT*	FÖRVÄNTAD AVKASTNING KOMMANDE 12 MÅNADER			RISK
		SEK	EUR	USD	
Statsskuldväxlar	1 2 3 4 5 6 7	0,8%	0,05%	0,1%	1,6%
Statsobligationer	1 2 3 4 5 6 7	1,6%	2,1%	1,9%	6,2%
Företagsobligationer Investment Grade	1 2 3 4 5 6 7	3,0%	3,0%	3,2%	7,3%
Företagsobligationer High Yield	1 2 3 4 5 6 7	7,2%	7,2%	7,2%	11,0%
Emerging Markets Debt	1 2 3 4 5 6 7	6,6%	9,8%	11,6%	7,8%

Källa: SEB

* Vikten visar hur vi för närvarande ser på tillgångsslaget som del av en portfölj. Nivån 4 är neutralläge. Dessa vikter ändras kontinuerligt efter vår taktiska marknadssyn och kan därför avvika från vår långsiktiga strategiska syn på tillgångsslaget..

Bättre förutsättningar efter tufft 2012

- Svårnavigerat 2012

Med starka "risk on, risk off"-beteenden på finansmarknaderna var 2012 ett svårnavigerat år för hedgefondförvaltare. Detta beteende avtog gradvis under fjärde kvartalet 2012, och 2013 väntas bli ett mer gynnsamt år för hedgefonder generellt.

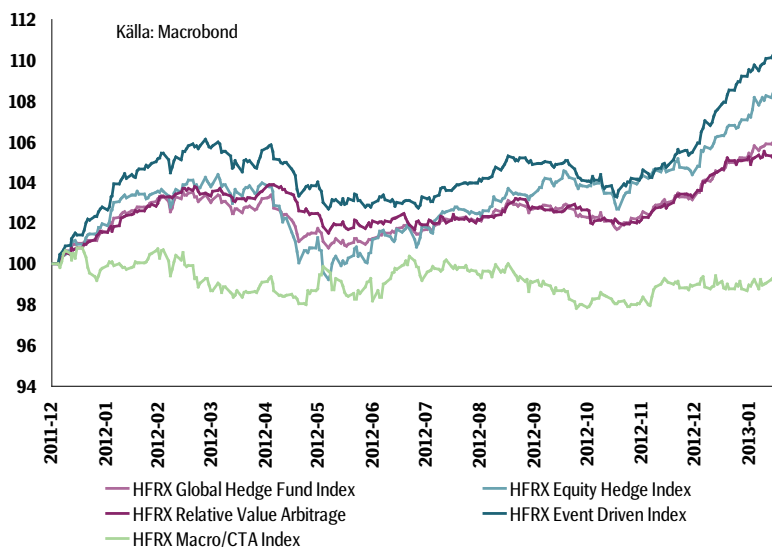
- Alla strategier har i grund och botten bättre förutsättningar 2013

Marknadens fokus skiftar gradvis mot bolagens fundamenta och mer "normaliserade" ekonomiska förhållanden och samband, vilket gynnar Equity L/S och Relative Value. Företag med starka finanser och låga tillväxtutsikter bör engagera sig i bolagsförvärv vilket gynnar Event Driven.

- Macro/CTA bidrar med positiva egenskaper

Skönjbara trender i bland annat valutamarknaden talar för Macro/CTA, och vi framhåller alltjämt att CTA har en plats i en portfölj på grund av dess diversifieringsegenskaper – detta år vågar vi dessutom hoppas på positiv absolutavkastning från dessa förvaltare.

AVKASTNINGSMÖJLIGHETERNA ÖKAR MED BÄTTRE MARKNADSKLIMAT



"Risk on" och frikoppling från politiska utspel bidrog till positiv utveckling för de flesta strategierna under Q4. Macro/CTA haft ett tufft 2012, men vi vågar hoppas på en mer positiv utveckling i år. Ett mer gynnsamt klimat talar för att hedgefonder kan fortsätta avkasta 2013, om än kanske inte lika skarpt som under Q4.

FJÄRDE KVARTALET SLUTADE POSITIVT FÖR DE FLESTA hedgestrategier där HFRX Event Driven och HFRX Equity Hedge ledde med uppgångar på 1,0 procent respektive 1,4 procent. HFRX Macro/CTA gick sämst och nådde inte upp till nollstrecket med en nedgång på 0,1 procent för kvartalet. Summerar man helåret 2012 är bilden snarlik med HFRX Event Driven som gick bäst (5,96%) och HFRX Macro/CTA sämst (-1%). Det bredare och övergripande hedgefondindexet, HFRX Global Hedge Fund, slutade helåret plus 3,51 procent.

Equity Long/Short fick ett hyggligt år trots svängningar mellan positivt och negativt sentiment i vad som blivit känt som "risk n/ risk off". Mycket tyder på att 2013 kan ge strategin ännu bättre förutsättningar. För det första talas det mycket om "stor rotation" som innebär att aktörerna tar bort pengar från de säkraste obligationsmarknaderna givet de extremt låga räntenivåerna och att dessa omplaceras i bland annat aktier som de allra flesta är underviktade i, framför allt i den europeiska aktiemarknaden.

Förvaltarna har generellt sett ökat nettoexponeringen till aktier även om man blivit något överraskad av det rally vi såg i januari. Även om konsensus synen tycks vara att det är dags för en korrigering på kort sikt, är budskapet vi får från förvaltare att det finns tecken på ekonomisk återhämtning och att fundamenta åter börjar fungera, vilket helt klart underlättar för "stock pickers" – något som januari vittnat om. Trots att den globala tillväxten är måttlig är det troligt att aktiemarknader fortsätter frikopplingen från ekonomin på grund av fortsatt penningpolitisk stimulans. Vi föredrar fortsatt förvaltare som har förmåga att skydda kapitalet även om vi är mindre försiktiga till förvaltare med en mer cyklisk stil.

Relative Value hade ett bra sista kvartal och ett helår som slutade på plus 3,62 procent. Kreditspreadarna fortsatte att sjunka under kvartalet och duvaktigheten framför allt från Europeiska Centralbanken, ECB, ingöt mod hos förvaltarna som vågade ha en hygglig exponering fram till årsskiftet.

Vi är fortsatt positiva till strategin och då främst Fixed Income Relative Value och Credit Long/Short. Efter en period av låg volatilitet borde ökade möjligheter uppstå i en marknad som differentierar sig något mer och där fundamental research gynnas i större utsträckning. I takt med att politikerna kan minska krishanteringen torde den mera lokala bilden av det

ekonomiska läget ge utrymme att skapa vinster på förändringar av yield-kurvan.

Event Driven steg 1,0 procent över det sista kvartalet och hela 5,96 procent för helåret och blev därmed den bästa strategin. Vi har blivit mer positiva till breda mandat där förvaltarna kan arbeta med och söka möjligheter i ett företags hela kapitalstruktur. Många företag har fortfarande god tillgång till billiga lån och har sett aktiekursen stiga ordentligt. Då mycket av värdestegringen i företagen kommer från en minskning av extra riskpremium i takt med att den europeiska situationen stabiliserats, måste marknadsaktörer och företagsledare fokusera mer på tillväxtutsikterna för bolagen. Med en ganska måttlig global ekonomisk tillväxt är det därför inte helt orimligt att anta en ökad aktivitet inom företagsförvärv, vilket skapar gynnsamma förhållanden för förvaltarna.

Macro och Trading hade ett dåligt 2012. HFRX Macro/CTA backade 0,12 procent sista kvartalet och 1 procent för helåret. Värre var det för CTA HFRX Systematic Diversified som tappade 2,78 procent sista kvartalet och hela 7,4 procent för året. Då det gäller Macro-strategier är genomsnittsutvecklingen för strategin tämligen värdelös information för en investerare eftersom det råder enorma skillnader mellan de olika förvaltarna. Här gäller det att ha "rätt" fond snarare än taktiskt vikta upp eller ned total exponering. "Risk on/risk off" har varit ett ständigt tema under 2012 som avslutades med "risk on", och de flesta gör gällande att ECB:s insatser slutligen "tog bort" risken för eurons undergång. Macro-förvaltare har tvingats ägna sig åt kvalificerade gissningar kring centralbankers agerande och dess följdverkningar, och fokuserat på riskkontroll. CTA-fonderna har inte haft många bra trender eller momentum som miljö för sina teoretiska modeller. Utsikterna för det närmaste året torde vara något mer gynnsamma eftersom risk on/ risk off-trenden minskar i takt med mindre agerande från centralbanker/politiker som i sin tur borde leda till mindre korrelation mellan tillgångsslagen. Trender såsom den fallande japanska yenen, schweizerfrancen och brittiska pundet kan leda till bättre möjligheter för systematiska strategier. Vi anser fortfarande att dessa strategier ger positiva egenskaper till portföljen och möjligen får vi nu se en bättre absolutavkastning som grädde på moset.

STRATEGI	INDEX	UTVECKLING % (USD)				
		2013 YTD	Q4 2012	2012	2011	2010
Global Hedge	HFRX Global Hedge Fund	2,52	0,80	3,51	-8,87	5,19
Equity Hedge	HFRX Equity Hedge	3,75	1,37	4,81	-19,08	8,92
Relative Value	HFRX Relative Value Arbitrage	1,60	0,79	3,62	-4,00	7,65
Event Driven	HFRX Event Driven	4,16	1,01	5,96	-4,90	1,98
Macro	HFRX Macro	0,33	-0,12	-1,00	-4,88	-1,73

Källa: SEB

Trendskifte i takt med tilltagande riskvilja

- Stora transaktionsvolymerna under fjärde kvartalet 2012 kan indikera början på en trend

Globalt ökade transaktionsvolymerna marginellt under föregående år, men det fjärde kvartalet stod ensamt för 50 procent av den totala transaktionsvolymen för helåret.

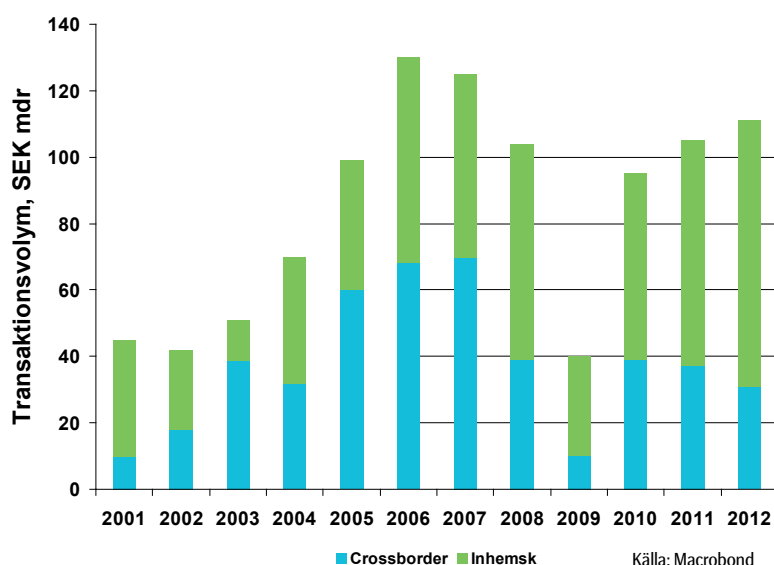
- Fortsatt starkt intresse för likvida primärmarknader

Precis som för andra risktillgångar har fastighetsmarknaden påverkats av den pendlande osäkerhet som har präglat investerarklimatet de senaste åren.

- En tilltagande riskvilja talar för sekundärmarknader med bättre avkastningsnivåer

I takt med att den ekonomiska återhämtningen fortsätter och riskviljan tilltar kommer sannolikt fler pensionsfonder, institutioner och Private Equity-bolag allokera en allt mer betydande andel till fastighetsmarknaden.

MOT STIGANDE TRANSAKTIONSVOLYMER?



Transaktionsvolymerna ökade marginellt under 2012 och utländska investerares intresse minskade något.

DEN GLOBALA FASTIGHETSMARKNADEN TILLHÖRDE en av fjolårets vinnare och globala REIT-index (GPR 250 REIT) stängde året 23,3 procent upp i lokal valuta. Minskad oro för makroekonomiska och politiska risker tillsammans med det ihållande lågränteklimatet stöttade investeringsaktiviteten som under det fjärde kvartalet tydligt påvisade investerarnas ökade riskaptit för kommersiella fastigheter. Globalt ökade transaktionsvolymerna marginellt under föregående år, men det fjärde kvartalet stod ensamt för 50 procent av den totala transaktionsvolymen för helåret.

Precis som för andra risktillgångar har fastighetsmarknaden påverkats av den pendlande osäkerhet som har präglat investerarklimatet de senaste åren. Större och mer likvida marknader har i första hand lockat till sig investerares intressen, vilket har bidragit till att priserna på dessa, så kallade primärmarknader, har stigit till mindre attraktiva inträdesnivåer. Likviditet och låg volatilitet har prioriterats före avkastning, vilket är signifikanta egenskaper för primärmarknader. Beaktat dagens extremt låga avkastningsnivåer på statspapper har investerare tvingats söka alternativa sätt att exponera sig mot säker avkastning.

Trots den finansiella oron i eurozonen har den nordiska marknaden fortsatt att uppvisa stabilitet. Både efterfrågan och transaktionsvolymerna har, trots en mer begränsad tillgång till kapital och ökad riskaversion hos banker och investerare, lyckats stå emot omvärldens ryckiga rörelser. Trycket på primärmarknaderna i de nordiska huvudstäderna har pressat ned avkastningen och bidragit till prisfall på sekundärmarknader. Den fortsatta oron på de finansiella marknaderna i eurozonen har dock bidragit till att allt färre byggprojekt initieras i spekulativa syften.

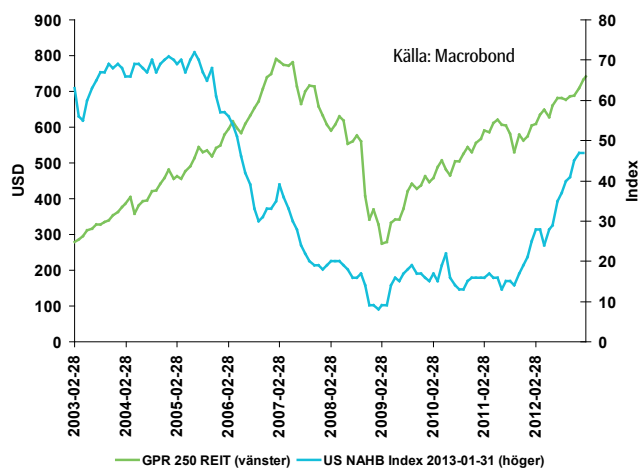
Den totala transaktionsvolymen ökade förra året marginellt från nivån 2011 i Norden. Volymerna under det fjärde kvartalet stod dock för drygt 40 procent av den totala volymen, vilket

skulle kunna indikera ett kraftigt trendskifte. Bakom transaktionerna, både på sälj- och köpsidan, står främst kapitalstarka institutioner. Investerare har främst intresserat sig för bostadsfastigheter med stabila kassaflöden och kontorsfastigheter i bra lägen. Intresset för centralt benägna fastigheter med hög uthyrningsgrad är precis som på den globala fastighetsmarknaden en effekt av sökandet efter stabil avkastning till låg volatilitet. Fastigheter på sekundärmarknaden, är således svårare att få finansierade, vilket även har bidragit till lägre transaktionsvolymerna. Gapet i prissättningen mellan primära och sekundära marknader har ökat, vilket även har återspeglats i hyresnivåerna.

Trots att den globala transaktionsvolymen för 2012 bara växte marginellt i jämförelse med 2011 års nivå talar mycket för stabil utveckling under 2013 (enligt Jones Lang LaSalle). I takt med att den ekonomiska återhämtningen fortsätter och riskviljan tilltar kommer sannolikt fler pensionsfonder, institutioner och Private Equity-bolag allokera en allt mer betydande andel i fastighetsmarknaden. Ur ett cykliskt perspektiv finns det även anledning att tro att en fortsatt tilltagande riskvilja tillsammans med kommande räntestegringar kan bidra till en viss omallokering, från ränterisk till fastigheter med stabil avkastning.

Den största potentialen finns sannolikt på den nordamerikanska kontorsmarknaden där volymerna under året väntas öka med 15-20 procent enligt Jones Lang LaSalle. Den amerikanska husmarknaden har det senaste året utvecklats starkt att döma av National Association of Home Builders/Wells Fargo Housing Market Index. Indexet mäter månatligen både rådande och framtida sentiment på den amerikanska husmarknaden och har sedan april förra året stigit oavbrutet. Nivån är nu den högsta sedan i april 2006, självklart en viktig indikation på att förutsättningar för en fortsatt återhämtning är på plats.

AMERIKANSKA HUSINDEX VISAR VÄGEN



Utvecklingen för GPR 250 REIT Index och amerikanska husindex NAHB har sedan mitten på 2011 rört sig i samma riktning. Trendsiftet i NAHB 2005 kom dock drygt ett år innan motsvarande för GPR 250 REIT Index.

Ökat risktagande talar för noterad Private Equity

- Stark marknad har bidragit till högre värderingar

Index för noterade Private Equity (PE)-bolag (LPX50TR) slutade föregående år på +28,9 procent och höstens tilltagande riskvilja har fortsatt in i det nya året.

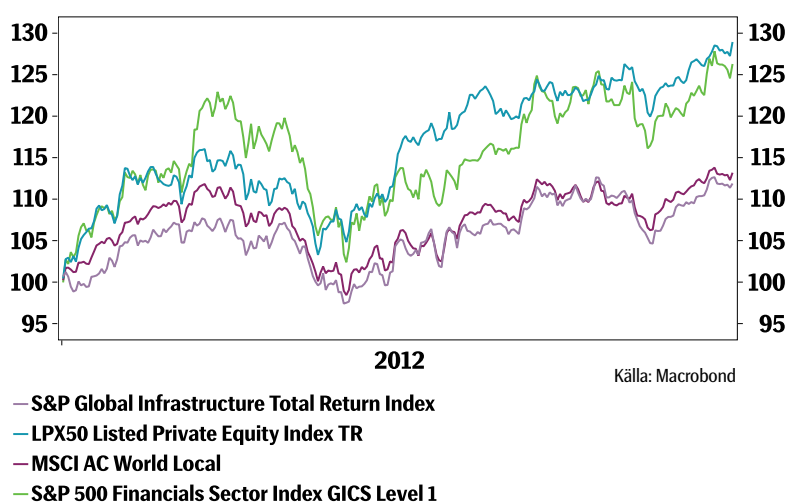
- Ökat risktagande bidrar till ökad aktivitet

Den under hösten tilltagande riskviljan har medfört en effektivare prissättning och därmed skapat ett fönster för att ta hem genererade värden från mogna investeringar.

- Försiktigt risktagande genom noterad infrastruktur

Infrastrukturinvesteringar har genom lågt beta potential att bidra med goda diversifieringsegenskaper och en attraktiv riskjusterad avkastning.

STARK UTVECKLING FÖR RISKTILLGÅNGAR 2012



Föregående år präglades av stark tillväxt och hög volatilitet för risktillgångar. Index för noterade PE tillhörde en av vinnarna tillsammans med finansaktier. Mätt för året skedde dock utvecklingen för noterade PE skedde till betydligt lägre standardavvikelse (12,4% mot 17,0%). Index för noterad infrastruktur uppvisade under samma period en standardavvikelse på 11,4 procent vilket kan jämföras med breda aktieindex (MSCI AC World i lokal valuta) på 10,3 procent.

STYRKAN SOM BÖRJADE I MITTEN AV FÖREGÅENDE år tycks i skrivande stund inte ha sett sitt slut. I Europa har marknaden över lag präglats av stramare finansiering från bankerna och en hög arbetslöshet i kombination med hög belåning har skapat ovälkomna spänningar. I USA har oron kretsat kring den politiska situationen med höstens val och nu senast budgetfrågan som riskkatalysatorer. Problemen i Europa är långt ifrån lösta, men marknaden tycks för stunden nöja sig med de framsteg som görs. Förväntansindex (Citigroup Economic Surprise Index) för Europa är historiskt högt vilket indikerar att marknaden har mycket lågt ställda förväntningar på de ekonomiska indikatorer som rapporteras.

Aktiemarknaden har med den senaste tidens kraftiga uppgångar präglats av hög volatilitet. För aktier liksom noterade PE har detta inneburit minskad precision i prissättningen vilket under de senaste åren har medfört en generellt minskad transaktionsaktivitet. Färre nyintroduktioner och företags-transaktioner försvårade möjligheterna för PE bolag att realisera genererat värde.

2013 har dock börjat bra och i USA har flera större bolagstransaktioner registrerats. De stora bolagstransaktionerna kan vara ett tecken på att aktiviteten på finansmarknaderna har börjat tillta. Den under hösten tilltagande riskviljan har medfört en effektivare prissättning och därmed skapat ett fönster för att ta hem genererade värden från mogna investeringar. Flertalet PE bolag har den senaste tiden således lyckats genomföra lyckosamma exits.

Ett mönster av sjunkande rabatter på underliggande NAV beskrevs i förra numret av Investment Outlook (utgiven 27 november 2012). Ihållande substansrabatter från krisen 2008 har varit tillgångslaget till nackdel, då det underliggande värdeskapandet har hamnat i skuggan av en prissättning till stor del driven av riskaversion. PE-bolag väljer nu i allt större utsträckning att distribuera det genererade värdet till ägarna genom exempelvis aktieåterköp eller likvidering av portföljer. Den ökade aktiviteten ser ut att ha börjat bidra till att minska de höga rabatterna.

Vi har tidigare argumenterat för en stark koppling mellan noterade PE och index för finansaktier (S&P 500 Financial Index). Sedan årsskiftet har index för noterade PE-bolag varit en av de sektorer som gått starkast och finansaktier har uppvisat en liknande utveckling. Höstens starka utveckling medförde högre värderingar och exempelvis SEB Listed Private Equity valde att positionera sig mer defensivt. Den försiktigare positioneringen har hittills i år medfört att fonden är upp knappt hälften av breda index för noterade PE.

Bland noterade PE-fonder allokerar exempelvis SEB Listed Private Equity, sin exponering mot noterad Private Equity genom noterade PE-portföljer, publika bolag som kontrolleras av PE-firmor och noterade managementföretag. Den senaste tidens utveckling har till mycket drivits av så kallade "special situations" som uppnås genom direktinvesteringar i publika bolag som kontrolleras av PE-firmor. PE-firmor identifierar utsatta bolag där man har goda chanser att vända verksamhetens lönsamhet genom att bland annat se över kostnadsstruktur, produktsortiment, distribution, marknadsföring eller prisstrategi. Denna typ av innehav är i regel mer frikopplade från generella marknadsrörelser (lägre beta) än exempelvis noterade management bolag.

Vill man försiktigt öka portföljrisken är noterad infrastruktur ett intressant område. Infrastruktur går att bryta ned i fyra breda områden; transport (avgiftsbelagda vägar och flygplatser), verktyg för exempelvis kraftöverföring och distribution, kommunikation och social infrastruktur (exempelvis sjukhus och skolor).

Investeringar i infrastrukturtillgångar kännetecknas av hög kapitalintensitet, och lång ekonomisk livslängd, vilket också bidrar till stora hinder för inträde på marknaden. Dessa egenskaper gör tillgångsslagets avkastning defensiv när det gäller känslighet för konjunktursvängningar och ger även ett visst inflationsskydd eftersom många infrastrukturtillgångar utnyttjar indexreglerade avgiftsstrukturer. Infrastrukturinvesteringar har genom sitt låga beta potential att bidra med goda diversifieringsegenskaper och en attraktiv riskjusterad avkastning.

Metaller, störst potential inom tillgångsslaget

- Bättre konjunktur ger ökad efterfrågan

Makrostatistik från både Kina och USA har förbättrats och situationen i Europa är mindre stressad, vilket är faktorer som ger stöd åt vår uppfattning att global konjunktur växlar upp något i år. En bättre konjunktur, om än bara marginellt, bör öka efterfrågan på råvaror.

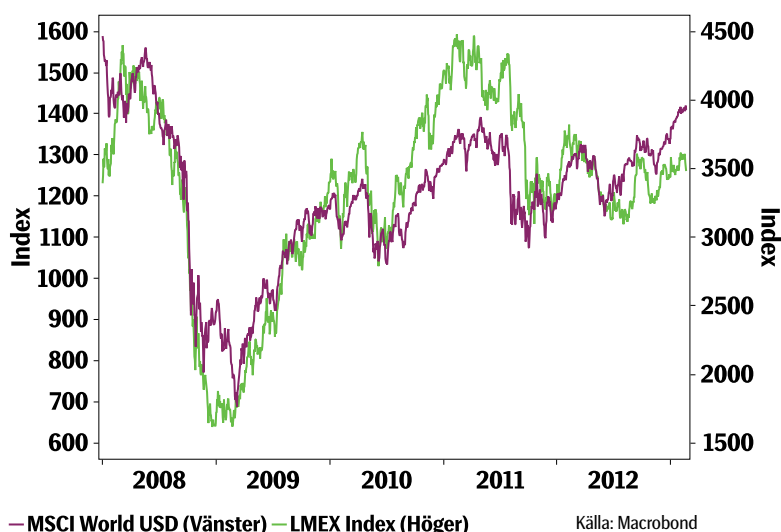
- Kinaberoendet har potential att förändras

Prisutvecklingen för metaller har varit helt beroende av utvecklingen i Kina senaste åren då landet konsumerar hälften av global produktion. Denna situation har potential att förändras något då den minskade metallkonsumtionen i Europa verkar ha bottnat och i USA finns tecken på återhämtning.

- Lägre priser bör bli ännu lägre, i alla fall på sikt

Spannmålspriser har varit i en fallande trend sedan förra sommarens kraftiga rally. Prisnivåerna är trots fallet ännu inte låga och vår bedömning är att de ska ned ytterligare även om nuvarande väderförhållanden i USA har potential att störa utvecklingen på kort sikt.

METALLINDEX OCH VÄRLDSBÖRSENS 5-ÅRS UTVECKLING



Historiskt har priser på metaller och världsbörsen korrelerat relativt väl, vilket är logiskt då det i stor utsträckning är samma faktorer som driver dess utveckling över tiden. Mönstret bröts under 2012 då börsen utvecklades starkt medan metallpriser, LME-index (London Metals Index), inte uppvisade motsvarande utveckling. Huvudförklaringen var oron för Kinas utveckling och huruvida landet stod inför en hård- eller mjuklandning var ett återkommande tema som tyngde både den kinesiska börsen och metallpriserna under fjolåret. En uppväxling i Kinas ekonomi, vilket är vår prognos, bör kunna leda till stigande metallpriser.

UNDER 2012 HAR PRISER PÅ BASMETALLER inte följt det historiska mönstret och stigit med världsbörsen. Oro för utvecklingen i Kina tyngde, vilket är logiskt då landet konsumerar cirka hälften av världens metallproduktion. Under slutet av fjolåret var dock utvecklingen stark i spåren av positiva signaler från Kina. Nu visar både inköpschefsindex (PMI) och andra indikatorer på ljusare tider i Kina och andra viktiga delar av världen. Prisnivåerna är inte ansträngda i relation till marginalproduktionskostnaden och efterfrågan verkar ha stabiliserats på flertalet marknader. I Europa och USA har efterfrågan varit svag sedan finanskrisen 2008 och prisutvecklingen har varit avhängt utvecklingen i Kina. Under 2013 finns potential till en förändring, i Europa verkar inbromsningen i metallkonsumtionen vara över och i USA finns tecken på en relativt stabil återhämtning. Vi bedömer att basmetaller är den del av råvarumarknaden med störst möjlighet till stigande priser under 2013.

Fordonsindustrin lyfter ädelmetaller

Vi bedömde att det finansiella stimulanspaketet, QE3, i USA och åtgärder från flera centralbanker skulle lyfta guldpriset över tidigare nominella prisrekord, vilket inte materialiserades. Guld handlas i nivå med genomsnittet för de senaste cirka 1,5 åren. Marknadens aktörer fokuserar på global återhämtning före risker för bakslag, vilket hämmar guldprisets utveckling. Vi räknar med något lägre guldpris under året om inte inflationsförväntningarna stiger kraftigt, vilket vi inte ser tecken på. Om global tillväxt skulle överraska i styrka samtidigt som inflationen hålls nere kan det leda till utförsäljningar av guld då investerare skulle söka avkastningsmöjligheter på annat håll. För platina och palladium ter sig framtiden mer gyllene. Cirka 50 procent av produktionen av ädelmetallerna används inom fordonsindustrin, till katalysatorer. Palladium används till bensinmotorer varför prisutvecklingen främst är beroende

av utvecklingen i Kina och USA, medan platina används till dieselmotorer som är vanligare i Europa. Platinaproduktionen sker till cirka 70 procent i Sydafrika och har drabbats av stora utbudsstörningar i spåren av våldsamma strejker. Vidare har både palladium och platinagruvor stängts på grund av dålig lönsamhet.

Torrt USA riskerar störa den fallande pristrenden

Priser på spannmål har, helt enligt vår bedömning, fortsatt falla efter förra sommarens kraftiga prISRally. Inga extrema väderförhållanden såsom La Niña eller El Niño väntas varför vi räknar med än lägre priser under 2013. Det finns dock risk för prisrekyl på kort sikt då väderförhållandena i USA varit osedvanligt torra och det finns få incitament att plantera om det inte regnar innan planteringsperioden för majs och sojabönor drar igång i mars.

Lägre efterfrågan möts av minskat utbud

Från oktober till december i fjol minskade Saudiarabien oljeproduktionen med 600 000 fat/dag för att möta efterfrågan. Detta ökar förhoppningen om ytterligare sänkt produktion när nu säsongsmässigt cirka 1,5 miljoner färre fat/dag behövs för balans i marknaden under första halvåret. Risker för att Saudiarabien inte sänker produktionen i önskvärd takt i kombination med den ökade oljeproduktionen i USA, drivet av så kallad "shale oil" (olja utvunnen ur skiffer), kommer sannolikt att hämma prisutvecklingen på kort sikt. Samtidigt är marknadens aktörer alltmer optimistiska om global konjunkturåterhämtning, vilket återspeglats i börsutvecklingen mot slutet av 2012 och inledningen av 2013, men inte i oljepriset. Vi bedömer att oljepriset ligger nära dagens nivå om ett år, med risk på uppsidan om oroligheterna i Mellanöstern intensifieras, och då främst situationen i Iran.

TILLGÅNGSSLAG	VIKT*	KOMMENTAR
Energi	1 2 3 4 5 6 7	Vi bedömer att oljepriset ligger runt dagens nivå om ett år. Det finns viss säsongsmässig nedsiderisk på kort sikt om inte Saudiarabien minskar produktionen i önskvärd takt.
Industrimetaller	1 2 3 4 5 6 7	Den undergrupp inom tillgångsslaget vi bedömer ha störst möjlighet att handlas högre om ett år. Nickel är den metall som för närvarande prissätts med stort gap under marginalproduktionskostnaden vilket begränsar nedsidan, men vi ser positivt även på koppar, aluminium och zink.
Ädelmetaller	1 2 3 4 5 6 7	Vi räknar med lägre guldpris om inte inflationsförväntningarna stiger med besked. Palladium och platina har däremot potential att stiga då cirka 50 av produktionen går till fordonsindustrin.
Agri	1 2 3 4 5 6 7	Att prisfallet fortsätter bedömer vi som mest sannolikt. Det finns dock kortsiktig rekylrisk i spåren av osedvanligt torrt väder i USA vilket kan störa planteringen av majs och sojabönor.

* Vikten visar hur vi för närvarande ser på tillgångsslaget som del av en portfölj. Nivån 4 är neutralläge. Dessa vikter ändras kontinuerligt efter vår taktiska marknadssyn och kan därför avvika från vår långsiktigt strategiska syn på tillgångsslaget.

Valutor som ekonomisk-politiskt tillhygge

- Ammunition för verbalt valutakrig

Den exempellöst stimulerande penningpolitiken i OECD, i Japans fall parad med "sänka-yenen-politik", medför starkare valutor, exportförluster och finansiella obalanser i EM-sfären. Länder där har reagerat verbalt, men även vidtagit åtgärder.

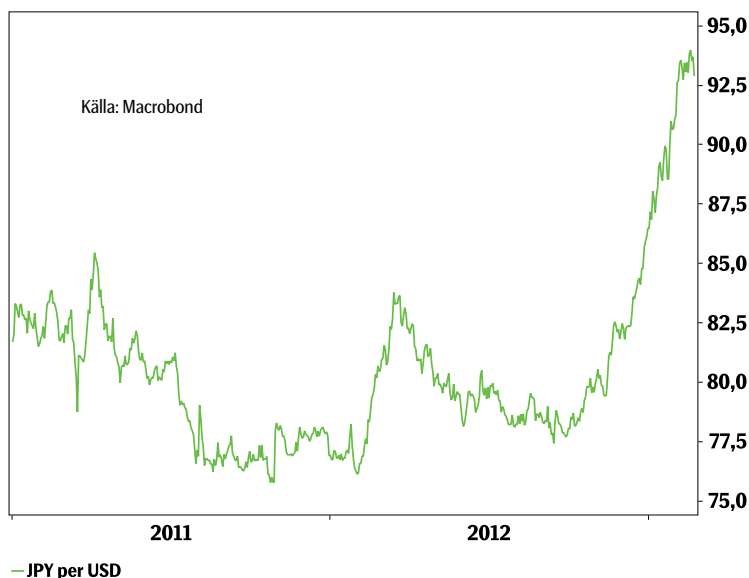
- Mindre attraktivitetsskillnader mellan alternativa och klassiska reservvalutor

Minskande finansiella risker i Europa och USA och större riskaptit har gjort att intresset för alternativa reservvalutor som SEK, NOK, AUD, NZD och CAD svalnat något, medan bland andra EUR tilldragit sig mera intresse. JPY och i någon mån CHF har däremot hamnat på fallrepet.

- Många EM-valutor hamnar högt i SEB:s ranking

Starka finansiella balanser, snabb tillväxt, höga räntor, utsikter till god riskaptit och OECD:s penningpolitik är argument för att EM-valutor fortsätter att stiga i värde mot OECD-valutor.

ABENOMICS HAR FÅTT YENEN ATT TAPPA MUSKLER



Japanska yenen har länge ansetts vara en av de mest övervärderade OECD-valutorna, vilket satt käppar i hjulen för landets exportföretag och bidragit till deflationen, det allmänna prisfallet. Nya regeringen Abes rivstart med aggressiva både penning- och finanspolitiska stimulanser (Abenomics) har dock fått yenen på fall, och målet är att Japans tillväxt ska höjas och deflationen förbytas i inflation. I linje med detta ligger ett ytterligare kursfall för yenen mot bl. a. USA-dollar.

VALUTOR UPPBACKADE AV STARKA ekonomiska fundamenta - bytesbalansöverskott samt god ordning och reda i de offentliga finanserna – har i efterdyningarna av finans- och konjunkturkrisen varit attraktiva. Dit hör NOK, SEK, AUD, NZD och CAD, vilka kallas alternativa reservvalutor.

De klassiska reservvalutorna består av USD, EUR, GBP och JPY, vilka efter krisen präglats av undflyende kapitalrörelser när de ekonomiska och politiska problemen i länderna eskalerat och penningpolitiken blivit allt mer expansiv. Kapitalet har då i hög grad sökt sig till de alternativa reservvalutorna, och även till CHF. Den senare stärktes så mycket i värde under 2011 att schweiziska centralbanken, SNB, i september det året införde ett tak för valutans värde mot EUR på 1,20.

Denna flykt till alternativa valutor ser nu ut att avta något i styrka. Orsakerna är flera. De sjunkande finansiella riskerna i världen med åtföljande ökad riskapitet börjar minska attraktiviteten för de alternativa reservvalutorna som "trygga hamnar". Vidare har värderingarna av en del sådana valutor stigit, samtidigt som styrräntor sänkts och obligationsräntor fallit i länderna. Alltjämt är dock inte minst NOK och SEK lockande för många placerare – om än inte lika mycket som tidigare – och bedöms därför stiga i värde mot många andra valutor under 2013. Ökad riskapitet och en global konjunkturförstärkning talar till dessa kronors fördel. Råvaruvalutorna AUD och NZD har också möjlighet att stärkas, men i mindre grad.

Valutor i Emerging Markets-sfären gynnas av ekonomiska och finansiella styrkefaktorer i regionerna Asien exklusive Japan, Latinamerika och Östeuropa, och även av den penningpolitik som förs i OECD-området. Det senare har väckt starka känslor i EM-länder, och myntat begreppet valutakrig. Hur som helst

har EM-valutor en potential fortsätta att stiga i värde, vilket speglas i SEB:s rating i FX Scorecard nedan.

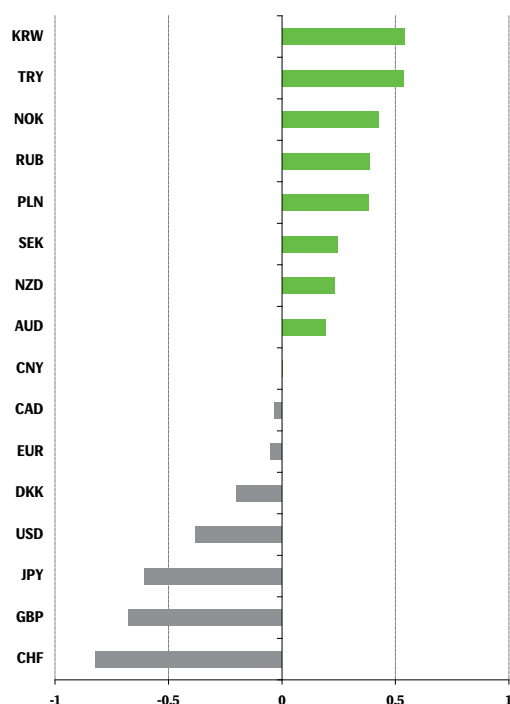
Två valutor som i vinter uppvisat stora kursrörelser nedåt är CHF och – inte minst – JPY. När oron för finanskrisen i Euroland var stor strömmade mycket kapital in i Schweiz, och CHF blev oönskat stark sett med SNB:s ögon (se även ovan). Att den finansiella stressen nu minskat har fått kapitalströmmarna att vända tillbaka till EUR, varför CHF försvagats en hel del. Givet att det inte sker några stora bakslag i den europeiska riskhanteringen – osäker valutgång i Italien dock ny riskfaktor – kommer CHF att sjunka mer i värde mot EUR fram till slutet av 2013.

Det markerade fallet för JPY förklaras i allt väsentligt av den nya japanska regeringens synnerligen aggressiva finans- och penningpolitik ihop med den uttalade ambitionen att sänka värdet på JPY (för att gynna landets export och kunna importera inflation, en väg för att bekämpa deflationen i Japan). Vår prognos är att JPY fortsätter att försvagas.

Under första halvåret 2013 kan EUR stärkas lite mot USD, men senare i år och under 2014 finns förutsättningar för att USD tar revansch i takt med att den amerikanska tillväxten växlar upp och centralbanken Federal Reserve närmar sig slutet på sina obligationsköp (nu 85 mdr USD/månad). Tidvis kan även ökade finansiella risker och bakslag i processen i riktning mot en politisk union komma att tynga EUR.

GBP har länge varit en förvånansvärt starkt valuta, under fjolåret delvis som följd av kapitalflöden från oroliga Euroland. Argumenten för ett svagare GBP är dock starka. Stora brittiska handelsunderskott, negativa finansiella kapitalflöden och att Moody's nyligen sänkt kreditbetyget är några av dessa.

SEB FX SCORECARD



FÖRKORTNINGSFÖRKLARINGAR

KRW	koreanska won	CNY	kinesiska yuan
TRY	turkiska lira	CAD	kanadensiska dollar
NOK	norska kronor	EUR	euro
RUB	ryska rubel	DKK	danska kronor
PLN	polska zloty	USD	amerikanska dollar
SEK	svenska kronor	JPY	japanska yen
NZD	nya zeeländska dollar	GBP	brittiska pund
AUD	australiensiska dollar	CHF	schweiziska franc

Varje valuta åsätts ett viktat betyg utifrån tio olika parametrar: Ekonomiska fundamenta, räntenivå, penningpolitik, flöden, värdering, positionering, teknisk analys, likviditet, eventrisk, global konjunktur – samt SEB:s subjektiva bedömning av respektive parameters betydelse som drivkraft på valutamarknaden under de närmaste sex månaderna. Utsikt för relativa valutastyrkor de närmaste 3-6 månaderna från vår senaste "Currency Strategy" rapport, januari 2013.